



智能化基因构建生态闭环，多产品多维成长

——九号公司深度报告

2025 年 11 月 07 日

核心观点

- 我们认为公司以智能化穿透红海，凭借技术优势，形成产品端护城河、带动了品牌效应，未来随着全球化渠道以及多产品线布局，迎来新增长。公司核心壁垒及优势主要在技术、生态和渠道端：公司成立于 2012 年，立足全球市场，通过自主研发、收购与合作持续拓展了电动平衡车、电动滑板车、电动两轮车、服务机器人、割草机器人、全地形车、E-bike 等产品线，并以技术为核心打造品牌智能化标签。

2025 年前三季度，公司在中国高端智能电动两轮车市占率超 70%，带动业绩高增，前三季度两轮车收入增长超 80%，扣非归母净利润同比+91.9%至 17.99 亿元。展望未来，电动两轮车业务有望受益于高端化推进与行业格局优化量价齐升，割草机器人业务受益于市场规模扩张快速增长，滑板车、全地形车等业务稳健发展带来多维增长点。

- 电动两轮车：打造智能化品牌，引领高端市场扩容：**受益于电动自行车新国标实施、技术进步、消费人群年轻化等因素驱动，电动两轮车市场由总量扩张阶段进入高质量、智能化产品升级阶段，公司专注电动两轮车智能化高端市场，3000-30000 元产品矩阵布局完备，研发实力出众，产品智能化能力断层领先，已得到消费者市场认可，2025 年 9 月 8 日，公司旗下智能两轮电动车中国市场累计出货量突破 900 万辆，最新 100 万辆出货仅用时 52 天，较上一个 100 万辆出货缩短 12 天，展现出强劲增长动能，高端化与规模化带动电动两轮车业务毛利率领先于雅迪、爱玛等头部车企。2025 年 8 月 26 日，公司发布凌波 OS (NimbleOS) 短途交通全域操作系统，技术实力进一步提升，叠加线下门店的稳步扩张与线上明星代言、电竞赛事赞助、热门 ip 联名产品推出等宣传带来的品牌影响力扩张，公司有望持续引领电动两轮车高端市场扩容。

- 割草机器人：产品持续升级，拥抱蓝海市场：**割草机器人有望通过全生命周期经济性优势开启对割草机市场的快速渗透，公司首创 RTK+视觉的无边界技术路线，产品与技术历经三次迭代，形成对满足 500 m²-10000 m²割草需求产品的完备覆盖，产品力位居行业第一梯队，公司欧美经销渠道布局充足，叠加丰富的当地市场分销经验，有望率先受益于割草机器人在欧美市场的规模扩张，推动公司营收规模与盈利能力的提升。

- 其他产品：智能化基因为核，打造多维成长动能：**电动滑板车：公司稳居全球龙头，不断通过智能化技术迭代提升产品力，带动产品量价齐升，持续为公司成长贡献动能；E-bike：公司具备智能化与欧美市场渠道布局与品牌形象优势，长期成长空间十足；全地形车：公司以智能化+混动系统打造产品差异化特色，业务有望保持稳健发展。

- 投资建议：**预计 2025 年~2027 年公司将分别实现营收 218.76 亿元、281.51 亿元、349.56 亿元，实现归母净利润 19.49 亿元、27.37 亿元、35.65 亿元，对应 EPS 为 2.72 元、3.82 元、4.97 元，对应 PE 为 21.49 倍、15.30 倍、11.75 倍。综合考虑绝对估值与相对估值，公司合理每股价值区间 71.19 元-84.85 元，市值区间 510.62 亿元-608.62 亿元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

- 风险提示：**1、竞争加剧的风险：传统车企（如本田）加速电动化转型，国内雅迪、爱玛下沉市场攻势强化；2、新业务投入风险：全地形车、割草机等新品需验证海外接受度，研发及渠道投入可能影响短期利润。

九号公司-WD（股票代码:689009.SH）

推荐 首次评级

分析师

石金漫

☎：010-80927689

✉：shijinman_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030002

秦智坤

✉：qinzhikun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525070003

市场数据

2025-11-07

股票代码	689009.SH
收盘价(元)	58.17
上证综指	3,997.56
总股本（万股）	7,172.78
实际流通 A 股(万股)	5,530.92
流通 A 股市值(亿元)	321.73

相对沪深 300 表现图

2025-11-07



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

公司盈利预测表

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	14,195.81	21,876.30	28,151.44	34,955.91
收入增长率	38.9%	54.1%	28.7%	24.2%
归母净利润（百万元）	1,084.13	1,948.57	2,737.42	3,564.64
利润增速	81.3%	79.7%	40.5%	30.2%
EPS（元）	1.51	2.72	3.82	4.97
PE	38.63	21.49	15.30	11.75

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、投资亮点.....	4
二、智能化赋能短交通与服务机器人，进入业务布局收获期.....	6
（一）聚焦智能短交通与服务类机器人领域，技术为核培育智能化基因.....	6
（二）电动两轮车与割草机器人业务进入收获期，2025 年前三季度利润增长近 1 倍.....	10
（三）持续提升研发投入强度，构建技术护城河	12
三、电动两轮车：打造智能化品牌，引领高端市场扩容.....	13
（一）市场总量增速放缓，产业向高质量、智能化方向升级带动高端市场扩容	13
（二）公司专注电动两轮车智能化高端产品，技术实力领先夯实市场龙头地位	15
（三）线上线下渠道同步布局，赞助、代言、联名等多模式宣传迎合年轻人消费趋势深化品牌影响力	19
四、割草机器人：产品持续升级，拥抱蓝海市场	21
（一）割草机器人市场扩容空间广阔，无边界技术路线成为主流.....	21
（二）公司首创 RTK+视觉路线，技术方案历经三次迭代实现产品持续升级	24
（三）公司欧美经销渠道充足，割草机器人销量有望保持快速增长.....	26
五、其他产品：智能化基因为核，打造多维成长动能	27
（一）滑板车：公司稳居全球龙头，智能化技术加持推动产品量价齐升	27
（二）E-bike：智能化叠加渠道与品牌优势复用，长期成长空间十足	29
（三）全地形车：产品谱系全面，智能化+混动主打差异化特色	31
六、盈利预测及估值.....	33
七、风险提示.....	36

一、投资亮点

我们认为公司已凭借技术优势以智能化穿透红海，形成高壁垒、品牌效应，凭借全球化渠道以及多产品线布局，迎来新增长。核心壁垒及优势主要在技术、生态和渠道端：

1) 在技术智能化方面，公司已推出全域操作系统，提升 AI 场景适配能力，开辟生态协同创新。公司 2025 年 8 月推出的凌波 OS (NimbleOS) 是首个专为两轮车设计的全域操作系统，整合电机、电池、传感器等核心模块，支持 OTA 升级与跨设备互联，实现“车-手机-云端”协同，已申请相关专利超 1200 项。同时，公司在安全技术方面独有 Ninebot Sight 视觉系统显著提高防盗能力，双通道 ABS+TCS 牵引力控制，支持湿滑路面防抱死和防侧滑，降低事故率 60%。

表1：公司智能化、技术优势分析

技术布局	优势体现
全栈自研智能系统	搭载凌波 OS 操作系统，支持 OTA 远程升级，车辆功能可持续迭代，“越骑越聪明”。
智能交互体验	标配 APP 控车、NFC/感应解锁、GPS 定位、电子围栏、远程控速、主动防盗报警等，实现手机与车机深度融合。
AI 与安全技术	集成 AI 驾驶辅助、电池安全防护、动态安全监测等功能，部分新车型支持北斗定位与防篡改设计，提升骑行安全性。
车联网布局	构建云端数据平台，实现车辆状态实时上传与远程管理，为智能化服务提供底层支持。
技术平台化复用	将智能化能力拓展至割草机器人、全地形车等品类，形成跨产品线的技术协同效应。

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

2) 在生态协同端，从硬件到服务的闭环体验。公司与华为鸿蒙系统深度融合，实现电动车与手机、手表等设备的无缝互联，构建“人-车-家”智能场景。且可实现全球化技术复用，平衡车、机器人领域积累的视觉定位技术（如草坪地形识别）复用于电动滑板车、全地形车，攻克欧美高端市场痛点。

3) 在渠道扩张端，公司产品覆盖全球超 100 个国家和地区，拥有亚太、欧洲、美洲三大业务区，国际化布局成熟，Segway 与 Ninebot 双品牌协同发力。

表2：公司投资策略及关注点分析

	短期	中期	长期
关注重点	电动两轮车旺季销量、政策补贴落地	割草机器人/E-Bike 营收占比提升	全球化份额及服务机器人生态

资料来源：中国银河证券研究院

从公司成长性来看，当前主力业务领先并扩大优势，行业存量替换周期叠加智能化升级，公司凭借技术领先卡位高端蓝海市场：2025 年前三季度，公司在中国高端智能电动车市占率超 70%，两轮车中国区 2025 年前三季度收入 112.8 亿元（同比+89%），销量 388 万台。在高端智能市场处于领先地位；依托新国标带来的行业洗牌，技术壁垒助力其进一步扩大市场份额。

新兴增长点不断开花：1) 服务机器人领域，割草机器人 Navimow X3 覆盖 1 万平米大场景，打破家庭与商用边界。2) 全地形车与 E-Bike，赛事级产品 AT10W 征战法国耐力赛，E-Bike 搭载 RideyFUN 系统续航超同类 30%。3) 跨界创新，布局“科技+文旅”（广电乐园）、安驾培训体系，拓展品牌应用场景。

综上，我们认为公司各业务板块发展前景十足，电动两轮车业务有望受益于高端化推进与行业格局优化量价齐升，割草机器人业务受益于市场规模扩张快速增长，滑板车、全地形车等业务稳健发展带来多维增长点。预计 2025/2026/2027 年公司电动两轮车销量为 420/520/630 万台，实现营收 126.00/160.16/198.45 亿元，同比+74.7%/+27.1%/+23.9%，割草机器人销量预计为 40/80/120 万台，实现营业收入 20.80/40.00/60.00 亿元，同比+141.6%/92.3%/50.0%，电动两轮车与割草机

机器人仍将成为未来驱动公司成长的核心动能，叠加滑板车、全地形车等业务的稳健增长，预计2025/2026/2027 年公司营收为 218.76/281.51/349.56 亿元，同比+54.1%/+28.7%/+24.2%。

表3：预计电动两轮车与割草机器人仍将成为公司未来业绩增长的主要动能，2025 年预计公司营收为 218.76 亿元

		2024	2025E	2026E	2027E
电动两轮车	收入（亿元）	72.11	126.00	160.16	198.45
	YOY	70.4%	74.7%	27.1%	23.9%
	销量（万台）	260	420	520	630
	ASP（元）	2,775	3,000	3,080	3,150
割草机器人	收入（亿元）	8.61	20.80	40.00	60.00
	YOY	284.4%	141.6%	92.3%	50.0%
	销量（万台）	16	40	80	120
	ASP（元）	5,292	5,200	5,000	5,000
自主品牌零售滑板车	收入（亿元）	24.79	29.25	32.20	35.25
	YOY	17.4%	18.0%	10.1%	9.5%
	销量（万台）	124	130	140	150
	ASP（元）	1,994	2,250	2,300	2,350
全地形车	收入（亿元）	9.76	10.92	12.60	14.70
	YOY	39.8%	11.9%	15.4%	16.7%
	销量（万台）	2	3	3	4
	ASP（元）	41,005	42,000	42,000	42,000
ToB 产品直营	收入（亿元）	12.17	15.82	18.99	21.83
	YOY	-23.8%	30.0%	20.0%	15.0%
其他产品及配件	收入（亿元）	14.52	15.97	17.57	19.33
	YOY	6.8%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	收入（亿元）	141.96	218.76	281.51	349.56
	YOY	38.9%	54.1%	28.7%	24.2%

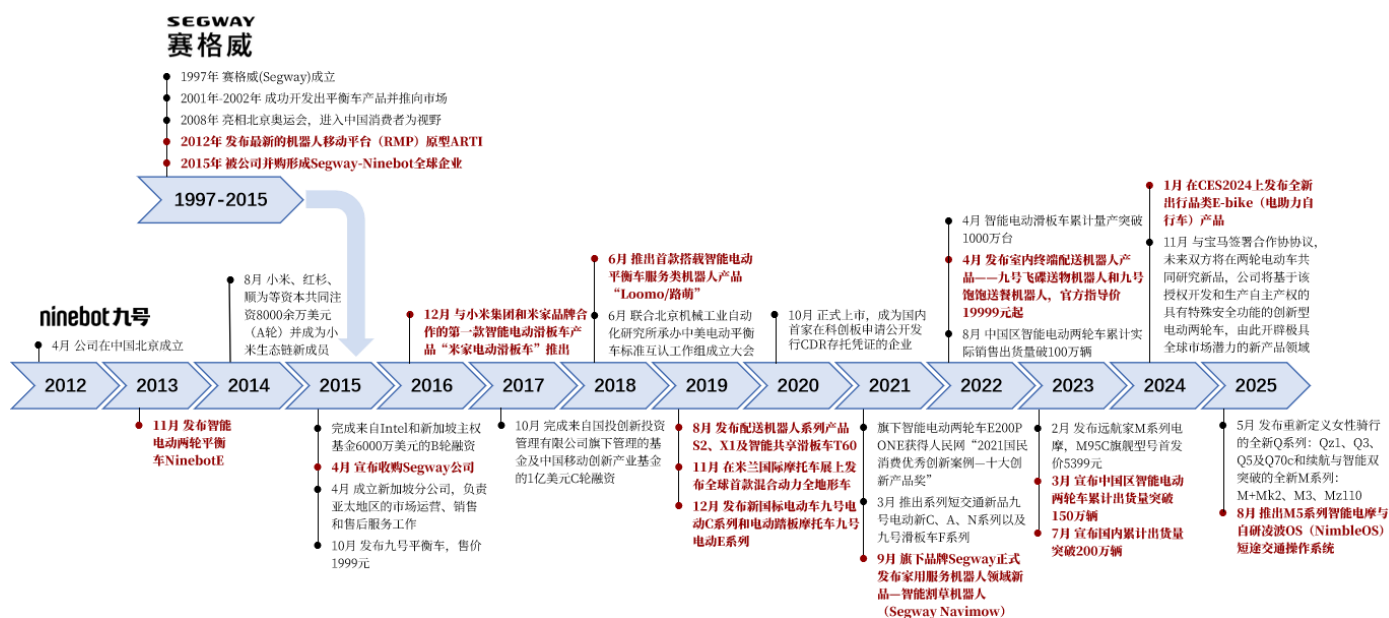
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：2024 年割草机器人销量为预估）

二、智能化赋能短交通与服务机器人，进入业务布局收获期

（一）聚焦智能短交通与服务类机器人领域，技术为核心培育智能化基因

立足全球市场，持续拓展智能短交通和服务类机器人产品。公司成立于 2012 年，以平衡车业务起家，通过自主研发、收购与合作持续拓展产品线，国内市场方面，2013 年公司发布首个电动两轮平衡车产品、2016 年与小米合作推出首款智能电动滑板车产品、2018 年推出首款搭载智能电动平衡车的服务机器人产品、2019 年推出配送机器人、新国标电动车和电动摩托车产品、2022 年推出室内终端配送机器人产品；国际市场方面，2015 年公司全资收购全球平衡车龙头 Segway、2019 年 Segway 品牌推出全球首款混合动力全地形车、2021 年 Segway 品牌推出智能割草机器人、2024 年推出全新出行品类 E-bike。公司立足全球市场，在国内市场以智能化技术为核心赋能产品，自主研发实力不断提升，在国际市场依托 Segway 已形成的品牌影响力，结合自身技术实力推陈出新，在全球市场形成完备的智能短交通和服务类机器人产品矩阵。

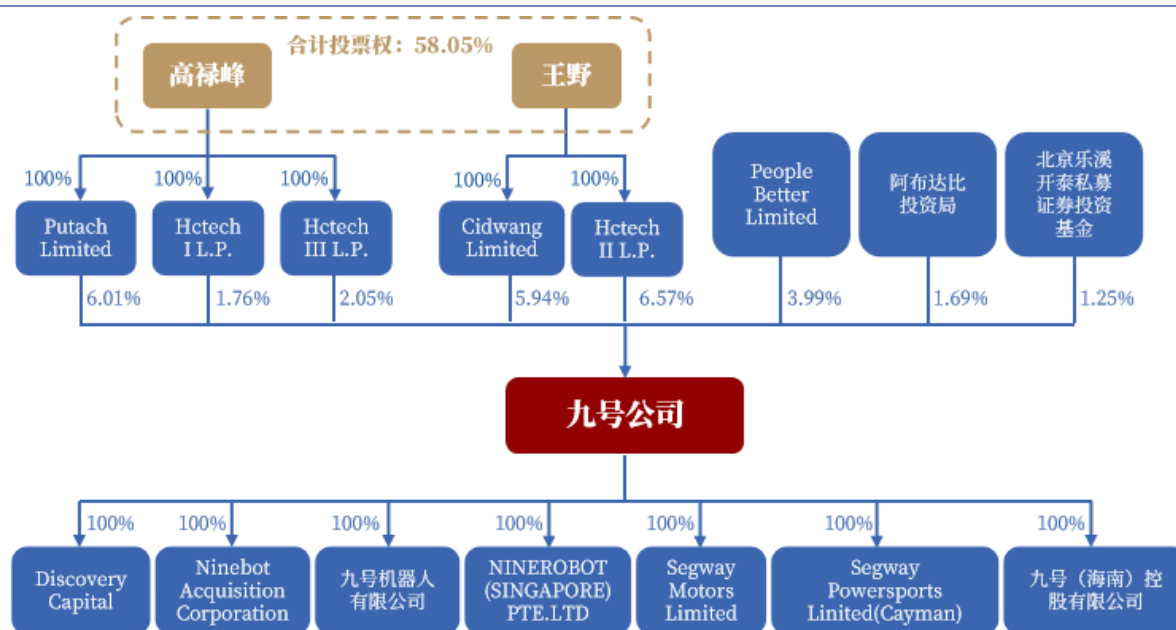
图1：公司立足全球市场，持续拓展智能短交通和服务类机器人产品



资料来源：公司官网，中国证券报，IT之家，新浪财经，新华网，界面新闻，中国银河证券研究院

公司股权结构相对分散，决策权集中于创始人团队。截止 2025 年 8 月 7 日，公司董事长、联合创始人高禄峰通过 Putach Limited、Hctech I L.P.、Hctech III L.P.合计持有公司 9.82%股份，CEO、联合创始人王野通过 Cidwang Limited、Hctech II L.P.合计持有公司 12.51%股份，股权结构相对分散，但公司采用 A/B 股同股不同权制度，A 股具有 1 份表决权，B 股具有 5 份表决权，公司创始人团队合计持有公司 58.05%的表决权，超过半数，公司经营决策权集中于创始人团队，为公司战略制定与持续成长保驾护航。

图2：公司股权结构相对分散，决策权集中于创始人团队



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

创始人团队技术出身，核心管理层业内经验丰富，奠定公司智能化战略并保障公司稳健运营。

公司联合创始人高禄峰、王野以及技术合伙人陈中元均毕业于北京航空航天大学机械工程及自动化学院，王野与陈中元还获得了机器人研究所工学硕士学位，创始人团队工科技术背景奠定了公司的智能化战略方向，另外，公司核心管理层团队在人力资源、两轮车、工业设计、财务审计、汽车电子等领域经验丰富，为公司各业务线的稳健运营提供了重要保障。

表4：创始人团队技术出身，核心管理层业内经验丰富，奠定公司智能化战略并保障公司稳健运营

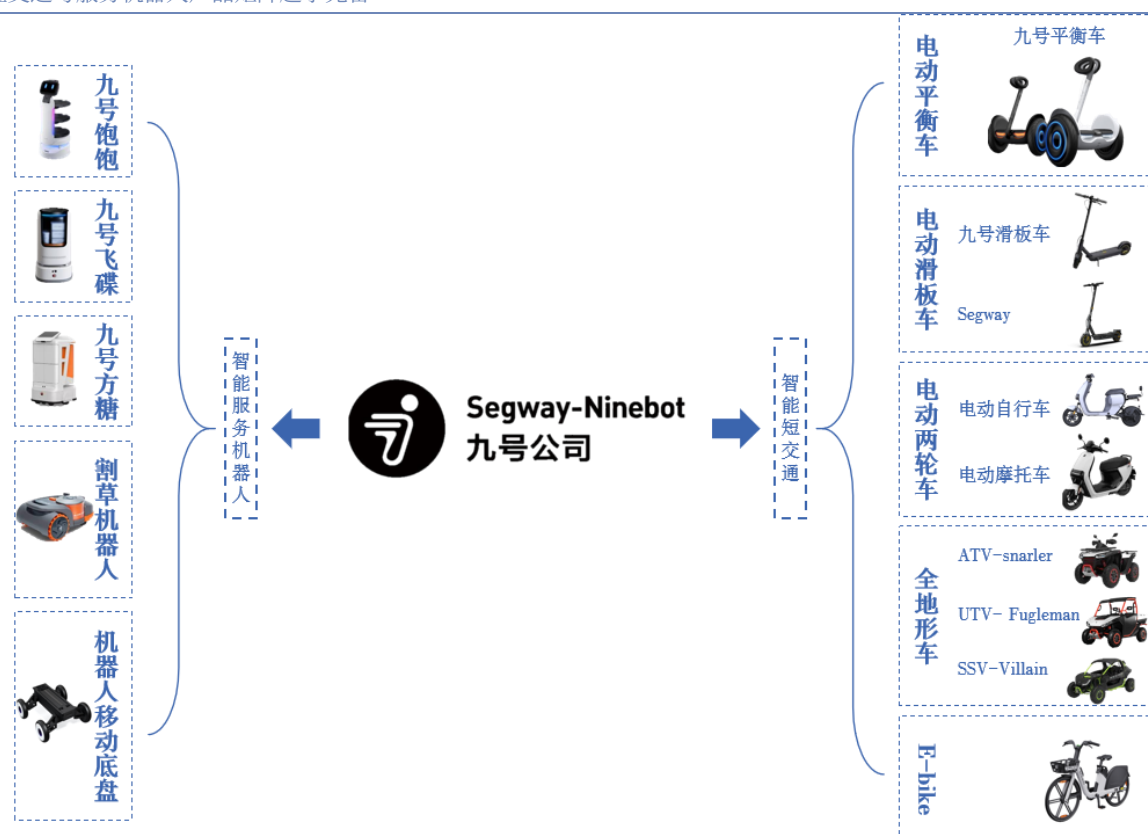
姓名	职位	年龄	简介
高禄峰	董事长	46	毕业于北京航空航天大学，获得机械工程及自动化学院飞行器控制专业学士学位。2003年9月-2006年4月，担任北京时代杰诚科技有限公司项目经理；2006年5月-2008年1月，担任和堂传媒（北京）有限公司高级项目经理；2008年2月-2008年10月，担任中国金融网运营总监；2008年11月-2011年12月，担任新索科技（北京）有限公司CEO；2012年至今，作为联合创始人之一创办Ninebot，现任公司董事长。
王野	CEO	45	毕业于北京航空航天大学，获得机器人研究所工学硕士学位及机械工程及自动化学院机械电子工程专业学士学位。2006年3月-2007年6月，担任北京博创兴业有限公司智能机器人业务总经理；2007年7月-2010年10月，担任北京博创兴盛机器人技术有限公司总经理。于2009年10月起，任北京市人工智能学会常务理事；于2016年12月起，出任全国自动化系统与集成标准化技术委员会-机器人与机器人装备分标委（SAC/TC159）委员。曾获国防科学技术奖二等奖和中国机械工业科学技术进步奖三等奖；2012年至今，作为联合创始人之一创办Ninebot，2013年1月-2020年2月历任公司联席CEO、总裁职务，现任公司CEO。
陈中元	总裁	38	毕业于北京航空航天大学，获得北航机器人研究所工学硕士学位及机械工程及自动化学院学士学位。2015年-2017年期间，作为技术专家参与制定和修订与公司产品相关的CQC标准、中国国家标准、美国UL标准等国内外重要标准。曾分管集团研发中心、集团质量中心、集团信息化中心、AI及机器人技术研究院、短交通BG等核心部门；2012年至今，作为技术合伙人加入公司，现任公司总裁。
陶运峰	副总裁	43	2005年7月-2015年4月，于华为技术有限公司人力资源部门任职；2015年5月-2016年5月，于达闼科技有限公司人力资源部门任职；2016年6月-2016年11月，于世纪互联宽带数据有限公司人力资源部门任职；2016年加入公司，现任公司副总裁。
朱坤	SPS 总裁	48	1998年4月-2005年6月，历任新大洲本田摩托有限公司检验员、检验主管、技术员、质量主管。2005年7月-2018年5月，历任浙江春风动力股份有限公司质量部经理、技术部经理、工艺部经理、新产品项目经理、总经理助理、副总经理；2018年加入公司，现任公司SPS总裁。

赵欣	商用出行事业部总经理	39	2010 年 3 月-2016 年 3 月，担任温岭市钱江进出口有限公司销售经理。2016 年加入公司，现任公司商用出行事业部总经理，历任公司国际销售总监、欧洲分公司业务副总、产品线高级总监、商用出行事业部总经理兼 EBIKE 事业部总经理。
张珍源	电动车事业部总经理	41	2006 年 1 月-2009 年 10 月，担任信美通精密模具有限公司产品设计工程师；2010 年 3 月-2013 年 4 月，担任碧思特工业设计有限公司结构工程师；2013 年加入公司，现任公司电动车事业部总经理，历任公司高级结构工程师、研发经理、产品线负责人。
凡孝金	CFO	51	曾担任美的集团中央空调事业部、国际事业部财务总监，奥克斯集团副总裁，虎彩印艺股份有限公司 CFO，深圳兴森快捷电路科技股份有限公司 CFO 等职；2021 年 5 月加入公司，现任公司 CFO。
徐鹏	董事会秘书	46	2004 年 7 月-2006 年 8 月，担任北京信永中和会计师事务所审计师；2006 年 8 月-2009 年 12 月，担任普华永道中天会计师事务所高级审计师；2010 年 3 月-2012 年 3 月，担任北京瑞沃迪国际教育有限公司财务分析经理；2012 年 4 月-2015 年 8 月，担任联想控股股份有限公司财务经理；2015 年加入公司，现任公司董事会秘书兼信息披露境内代表。
刘淼	CTO	45	2012 年至 2015 年于中国科学院上海微系统与信息技术研究所，任职汽车电子工程中心副研究员，同时兼任浙江中科领航汽车电子有限公司技术总监。2015 年至 2021 年于上海友衷科技有限公司任职联合创始人兼 CTO。2021 年加入公司，现任公司 CTO。
陈子冲	核心技术人员	39	2013 年 1 月-2013 年 10 月，担任瑞士洛桑联邦理工大学博士后研究员；2013 年 11 月-2015 年 5 月，担任华为技术有限公司高级研究员，2015 年加入公司。
肖潇	副总裁	45	2004 年 2 月-2006 年 7 月，担任首都机场股份有限公司技术工程师；2006 年 8 月-2012 年 6 月，担任爱瑞雷格（北京）贸易公司市场经理；2012 年加入公司，现任公司副总裁，历任公司国内销售总监、质量部副总裁、亚太业务部副总裁。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

智能短交通与服务机器人产品矩阵趋于完备。公司拥有两大业务线：智能短交通工具与智能服务机器人，其中智能短交通工具已涵盖电动平衡车、电动滑板车、电动两轮车、全地形车与 E-bike，智能服务机器人已涵盖室内配送机器人、割草机器人、机器人移动平台，公司现有产品覆盖场景丰富，产品矩阵趋于完善。

图3：智能短交通与服务机器人产品矩阵趋于完备



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

以技术为核，培育智能化基因。公司创始人团队以“用科技改变人类出行”的核心理念创立公司，公司自成立以来始终以技术为核心培育智能化基因，当前在车辆控制、三电、宽带、智能化等方面拥有多项核心自研技术，可广泛应用于包括电动两轮车、电动平衡车、服务类机器人在内的多个产品上，赋予产品智能化属性，打造具备差异化竞争力的产品。

表5：公司在车辆控制、三电、宽带、智能化等方面拥有多项核心自研技术，赋能产品智能化属性

核心技术名称	应用产品	技术概述
自平衡控制技术	电动平衡车、电动两轮车	利用机械陀螺仪的惯性驱动力矩，当车辆发生倾斜时，让陀螺仪向指定方向倾转，借助所产生的惯性驱动力矩保持车身不倒，从而实现自平衡；辅助车轮电机驱动和龙头电机偏转，实现车辆行走和转向。
高可靠双重保护电池管理技术	电动平衡车、电动滑板车、电动两轮车、机器人系列	双电池供电系统自适应动态切换，极大程度提高了工作可靠性，能够在很大程度上减少因单体电池故障导致的系统失效。
超宽带无线定位技术	九号平衡车 Plus	超宽带技术(UWB)，是一种无线载波通信技术，具有传输速率高、穿透能力强、功耗低、定位测距精度高等优点。与传统的蓝牙、Wi-Fi 等技术相比，UWB 在定位精度上具有显著优势，可以达到厘米级的定位精度。
高精度低成本永磁同步电机驱动技术	电动平衡车、电动滑板车、电动两轮车、机器人系列产品	基于三个开关霍尔作为永磁同步电机的电气角度检测，开关霍尔角度分辨率为 60 度，通过软件拟合出高精度的角度作为永磁同步电机的控制基础，该方案既能满足高精度驱动，成本又能做到很低。
电动两轮车智能系统	电动两轮车	基于蓝牙、GPS 及各类传感器的融合技术，实现用户在电动两轮车产品使用过程中，全场景智能化的无感体验，建立区别于传统电动两轮车产品的差异化和技术先锋定位。
自主导航技术	室内配送机器人	基于视觉、惯导、激光雷达等多传感器技术融合的室内建图、定位、导航技术，实现机器人在酒店、医院、工厂等场景的无人配送服务。
基于视觉 Tag 编码的建图和定位系统	室内餐厅配送机器人	餐厅场景因为变化频繁，导致机器人定位困难，重复精度低，基于 TAG 编码识别的技术，建立餐厅的地图，能够最大程度的降低地图变化带来的影响，提升用户体验。
智能骑行辅助系统	智能共享滑板车	车辆内部搭载的 ECU 通过多个传感器和电机模型计算反馈，实时监控车辆所处状态，提供全套的控制策略。例如车辆在上坡路况，提供额外的动力辅助让驾驶者更轻易上坡；下坡路况，避免车速越来越快导致安全风险，ECU 将车速进行恒速控制，使得体感与平路无异；又如车辆前置 AI 摄像头通过检测路况与存储的模型进行匹配，当检测到人行道时自动降速限速，有利于保障驾驶者和行人的安全。
长续航技术	电动两轮车、电动平衡车、电动滑板车	通过轮胎科技，高性能无刷电机与电控调优的协同配合，使产品在同样的电池容量下，能带来更长的续航里程的提升。通过提高电机效率、降低轮胎滚阻、优化电控程序，降低运行功耗，在不提升电池容量的情况下整车续航提升 20%，能耗表现大幅领先于行业基准水平。
半稠密 Tag 技术方案	室内餐厅配送机器人	针对部分餐厅场景，场景变化不频繁，结构框架简单的情况下，只需要粘贴少量或者一个 TAG，其他情况定位使用激光雷达来弥补，完成地图创建、定位和导航的技术。
全新感应解锁 2.0	电动两轮车、电动滑板车、E-bike	基于蓝牙技术，深层次优化蓝牙距离感知算法和连接稳定性体验，结合解锁状态灯，大幅提升了用户解锁成功率和连接稳定性。
HIAS 前灯技术	电动两轮车	根据车辆转弯姿态实时调整近光照射角度，实现对可视范围的修正，解决了两轮车过弯时照射范围不足的痛点，提高夜间骑行安全。
FindMy 定位查找技术	电动滑板车、E-bike、电动两轮车	Findmy 利用全球数以亿计的 iPhone、iPad 和 Mac 组成的“查找”网络来追踪位置。产品内置的蓝牙定位系统会发出安全的蓝牙信号，让“查找”网络中在它附近的设备可以侦测到，并将位置信息发送到后台。
鼯鼠控算法	电动两轮车、滑板车	鼯鼠控算法是一套包括 TCS、坡道驻车、氮气模式、定速巡航、一键倒车、EABS 等在电动两轮车和电动滑板车领域领先的软件功能。
低成本高通用性 4GIOT 技术	电动两轮车	集成 4GCAT1 通信、GPS/北斗双模定位和 BT/BLE 双模蓝牙功能。能够实现车辆数据、定位轨迹实时上云、远程控制车辆以及无感解锁等功能。
多功能全彩液晶仪表	电动滑板车、电动两轮车	九号电动两轮车辆的全彩色液晶显示仪表，全面接入九号公司软件生态（九号出行 App、车联网）。提供多种智能化的驾驶员和车辆交互功能：车辆状态显示，声音和音乐的播放，地图导航，来电接听，多

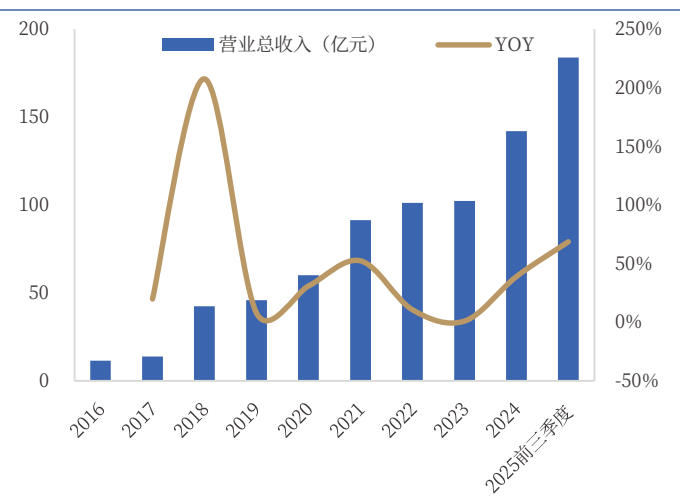
		个皮肤主题选择，彩蛋等。
多媒体及来电显示、控制技术	电动滑板车、E-bike、电动两轮车	基于蓝牙多媒体及通话等方案，依托于多功能全彩液晶仪表，在不依赖手机 APP 的情况下，实现多媒体播放信息和来电信息的显示以及控制技术。
RideyPower 智能铅酸和碳晶电池	铅酸电池电动两轮车	该技术行业首创 RideyPower 智能铅酸系统和碳晶电池，通过对铅酸电池的智能化管理和材料生产工艺改进，提升了铅酸电池的续航里程、安全性和使用寿命。
轮毂电机-极限定子可变磁路	电动两轮车	该技术通过全新的定子磁路方案，提高了电机的效率平台宽度，增加了续航能力、使用寿命，降低了成本。
Turbo 充电技术	电动滑板车、E-bike	通过充电功率算法和 Turbo 充电电路优化设计，国内首次应用到小动力电池充电器中，提升了产品的性价比。
低成本高可靠多重防水结构 PACK	电动滑板车、电动两轮车	通过改善电池包的灌胶密封工艺，实现了电池包的降本。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 电动两轮车与割草机器人业务进入收获期，2025 年前三季度利润增长近 1 倍

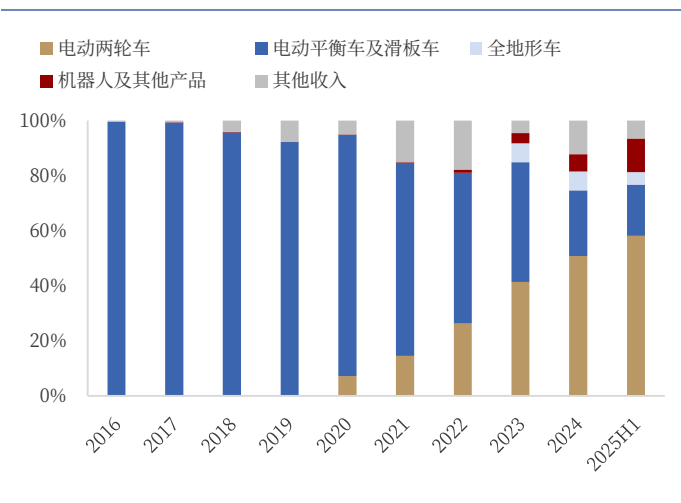
前三季度电动两轮车收入增长超 80%，上半年机器人收入增长 1.5 倍，公司 2025 年前三季度营收高增。2025 年前三季度公司实现营业收入 183.90 亿元，同比+68.6%，其中电动两轮车收入同比+88.7%至 112.8 亿元，上半年机器人及其他产品收入同比+146.6%至 14.29 亿元，受益于电动两轮车、割草机器人销量的快速增长，2025 年前三季度公司营收实现高增。

图4：2025 年前三季度公司营业收入同比+68.6%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

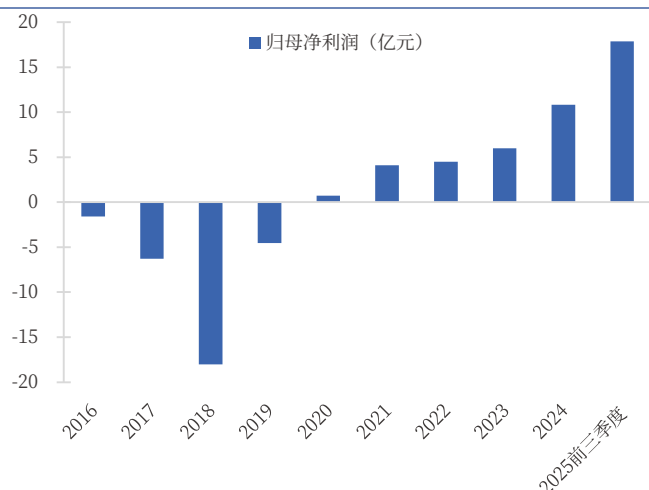
图5：2025 年 H1 公司电动两轮车与机器人收入占比明显提升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

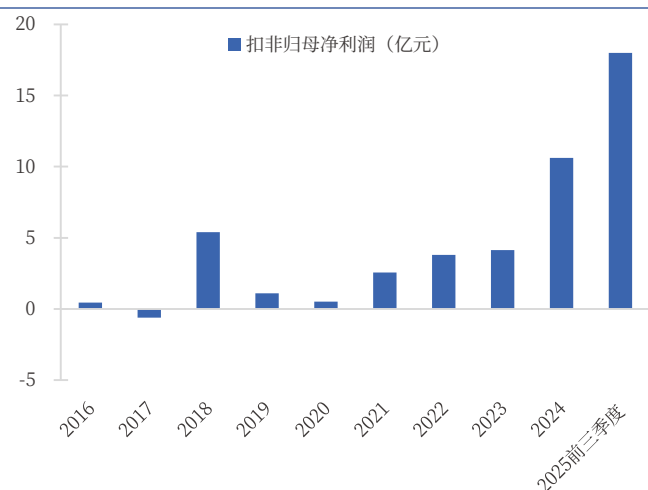
2025 年前三季度公司扣非归母净利润同比增长近 1 倍，盈利能力大幅提升。2025 年前三季度公司实现归母净利润 17.87 亿元，同比+84.3%，实现扣非归母净利润 17.99 亿元，同比+91.9%，受益于收入高增带来的规模效应提升，公司盈利能力大幅提升。

图6: 2025 年前三季度公司归母净利润同比+84.3%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: 2025 年前三季度公司扣非归母净利润同比+91.9%

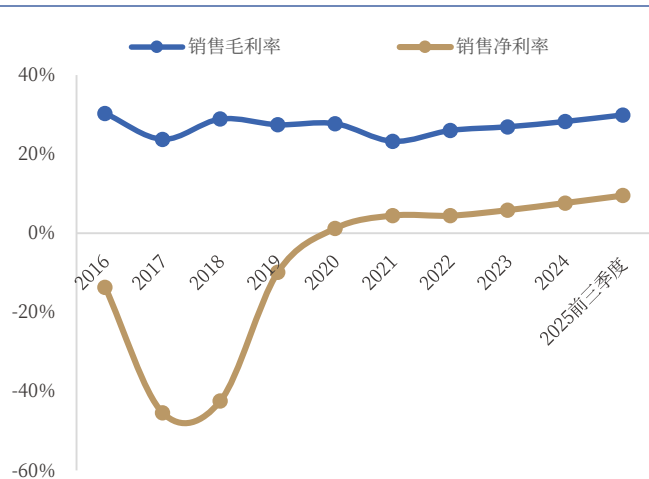


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2025 年前三季度毛利率稳中有升，规模效应提升带动电动两轮车与机器人业务毛利率增长。

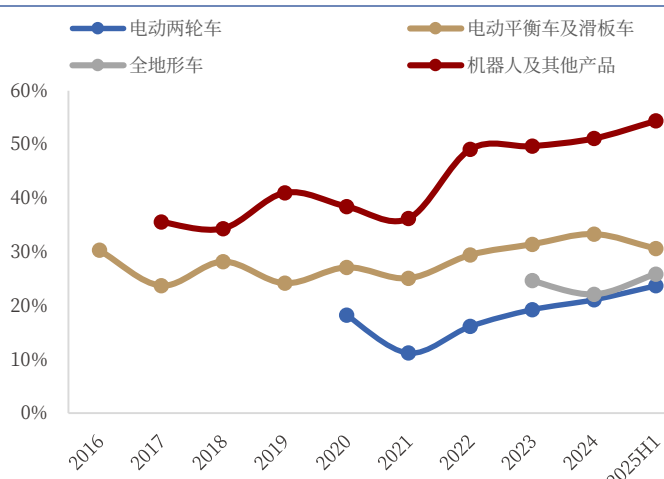
2025 年前三季度公司毛利率为 29.89%，同比+0.21pct，稳中有升，上半年电动两轮车毛利率同比提升 1.45pct 至 23.71%，若剔除上半年建店补贴和保证类质保费用影响，毛利率上升至 25.21%，机器人及其他产品毛利率同比提升 2.13pct 至 54.35%，受益于销量高增带来的规模效应提升。

图8: 2025 年前三季度公司毛利率同比+0.21pct



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

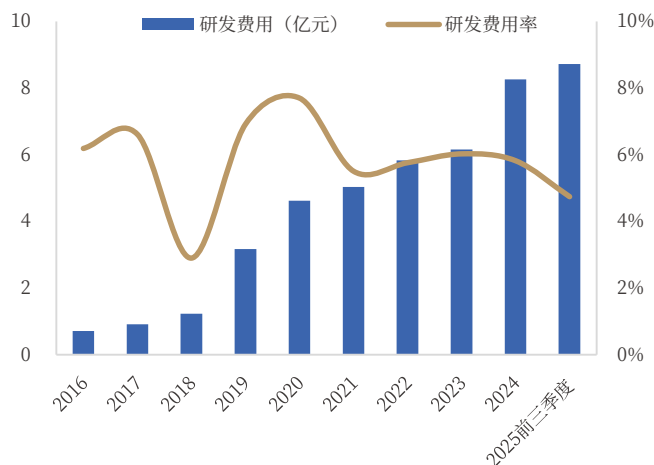
图9: 2025 年 H1 公司电动两轮车与机器人业务毛利率提升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

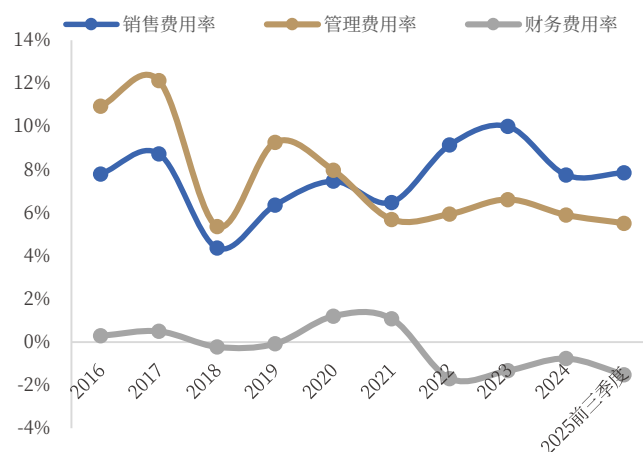
研发费用保持高增，规模效应带动期间费用率下降。2025 年前三季度公司研发费用为 8.72 亿元，同比+59.1%，保持高增趋势，公司持续以高研发投入夯实自身品牌智能化属性，受益于收入高增，公司研发费用率同比-0.29pct 至 4.74%。2025 年前三季度公司销售/管理/财务费用率分别为 7.85%/5.51%/-1.51%，同比分别-1.35pct/+0.11pct/-0.90pct，销售费用率受益于规模效应下降，财务费用率下降受益于人民币升值带来的汇兑收益。

图10: 2025 年前三季度公司研发费用率同比-0.29pct



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 2025 年前三季度公司销售费用率同比-1.35pct

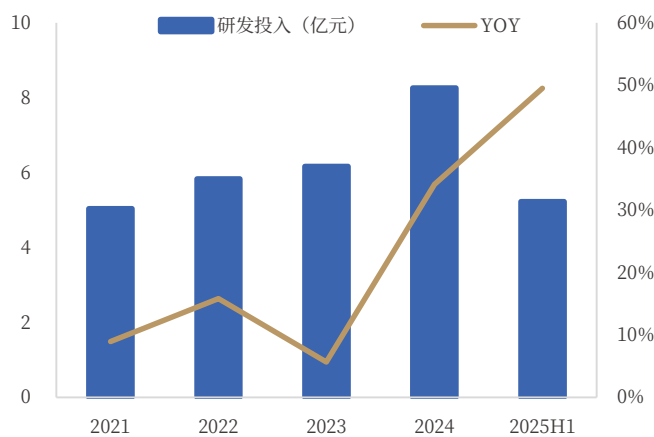


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 持续提升研发投入强度, 构建技术护城河

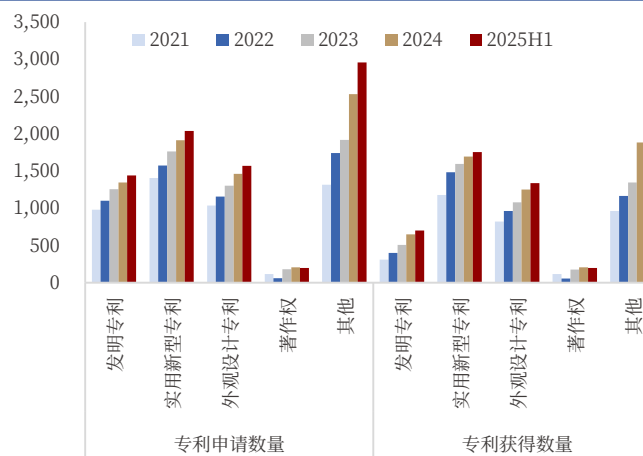
公司持续提升研发投入强度, 研发投入金额保持高速上涨, 2025 年 H1 公司研发投入 5.22 亿元, 同比+49.5%。高强度研发投入为公司构建起技术护城河, 知识产权数量逐年提升, 2025 年 H1 公司新申请知识产权 769 个, 获得新知识产权 331 个, 截止 2025 年 H1, 公司累计申请知识产权 8197 个, 获得知识产权 5962 个, 各项知识产权数量逐年提升, 技术实力不断增强。

图12: 2025 年 H1 公司研发投入同比+49.5%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

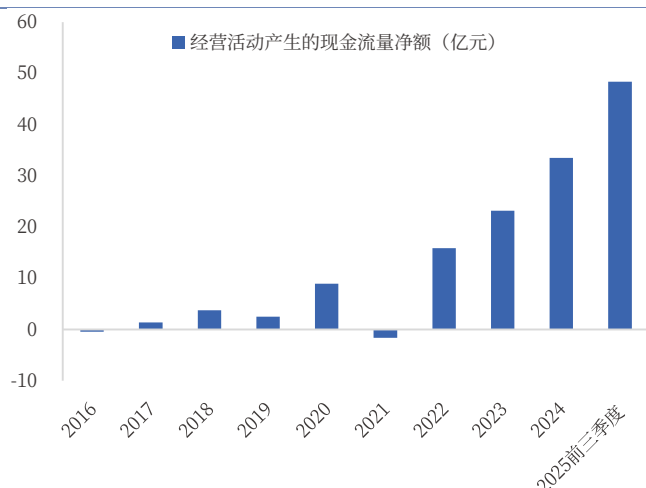
图13: 2021 年以来公司各项知识产权数量逐年提升 (个)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

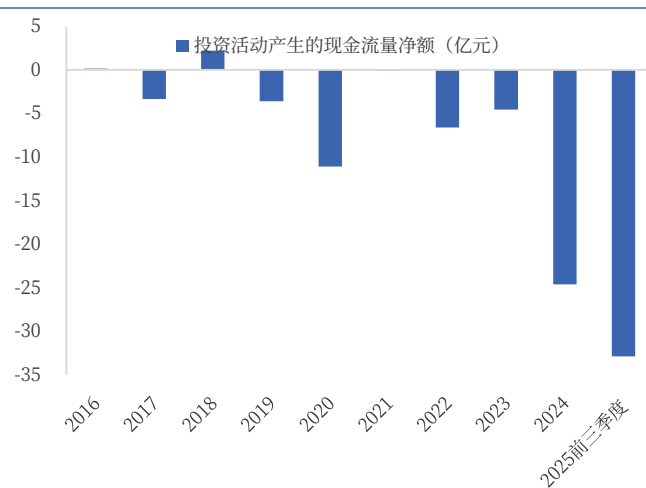
2025 年前三季度经营性现金流净流入额延续高增, 产品热销助力公司经营持续向好。2025 年前三季度公司经营性现金流量净额为 48.40 亿元, 同比+44.5%, 得益于电动两轮车、割草机器人等产品热销, 公司经营持续向好。2025 年前三季度公司投资性现金流量净额为-32.87 亿元, 流出同比扩大 8.9%。

图14：2025 年前三季度公司经营现金流量净额同比+44.5%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图15：2025 年前三季度公司投资性现金流出同比扩大 8.9%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、电动两轮车：打造智能化品牌，引领高端市场扩容

（一）市场总量增速放缓，产业向高质量、智能化方向升级带动高端市场扩容

电动两轮车涵盖电动自行车与电动（轻便）摩托车，适用于不同场景与出行需求。电动两轮车包括电动自行车与电动（轻便）摩托车，电动自行车属于非机动车，最高车速要求不得超过 25km/h，且仅可载一名 12 周岁以下的未成年人，不强制购买保险，驾驶无需驾驶证，需要行驶在非机动车道；电动（轻便）摩托车属于机动车，需要强制购买机动车交强险并要求驾驶员持有驾驶证，需要行驶在机动车道，二者所享有的路权不同，相比于电动（轻便）摩托车，电动自行车的出行半径更小，更加适用于短途出行。

表6：电动两轮车涵盖电动自行车与电动（轻便）摩托车，要求与所享有的路权不同

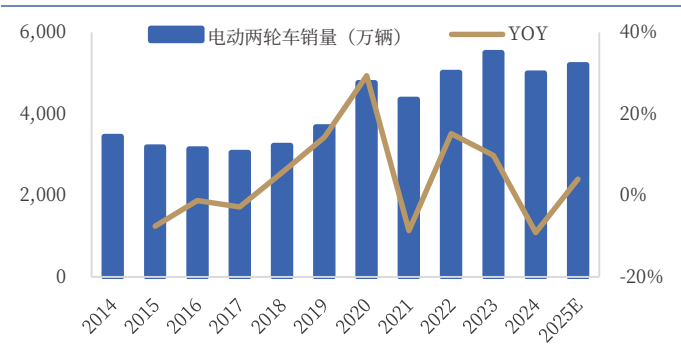
区别	电动自行车	电动轻便摩托车	电动摩托车
最高车速	≤25km/h	≤50km/h	>50km/h
电池电压	≤48V	无限制	无限制
整车质量	≤55kg（2018 年国标）	可≥55kg	可≥55kg
能否载人	可载一名 12 周岁以下未成年人	不能载人	不得乘坐未满 12 周岁的未成年人
车辆属性	非机动车	机动车	机动车
是否需要驾驶证	不需要	F（D、E）证	E（D）证
是否需要购买保险	鼓励购买	强制购买	强制购买

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

电动两轮车市场渡过高速扩张期，市场总量增速放缓。2019-2023 年受益于新国标带来的换购潮、居民消费水平提高、电动两轮车续航、补能等技术成熟度的提升、城市道路拥堵度提升凸显电动两轮车短途出行便捷性等因素，我国电动两轮车市场高速扩张，年销量中枢从 3000 万辆提升至 5000 万辆，居民电动助力车保有量快速增长。2024 年受居民收入预期下滑、市场趋于饱和、行业去库存等因素影响，电动两轮车销量出现下滑，2025 年 1 月 23 日，商务部等 5 部门联合印发《关于做好 2025 年度电动自行车以旧换新工作的通知》，明确在 2025 年延续开展电动自行车以旧换新工作，补贴标准由商务部指导各地结合实际合理制定，对电动自行车内需形成一定的支撑，但由于当前我国电动两轮车存量市场趋于饱和，预计政策将主要通过刺激置换需求发挥支撑内需作用，预

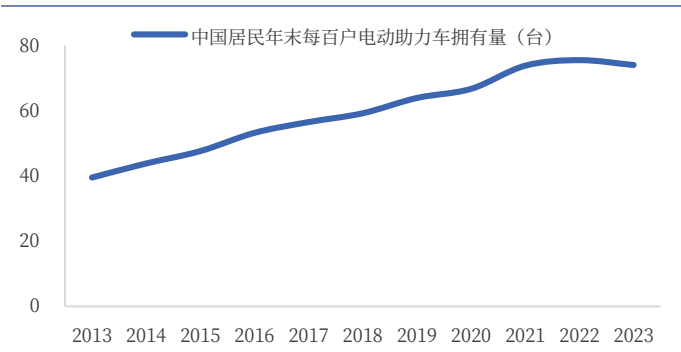
计我国电动两轮车市场总量增长将放缓，据艾瑞咨询预计，2025 年我国电动两轮车销量将同比增长 4%至 5200 万辆。

图16：2025 年我国电动两轮车销量预计增长 4%



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

图17：当前我国电动两轮车市场存量趋于饱和



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

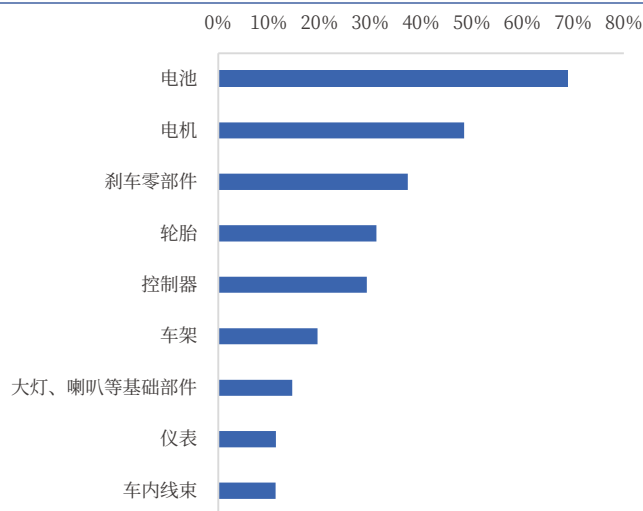
新国标提高电动自行车产品质量、合规等要求，叠加消费者对产品耐用性高要求驱动电动自行车质量升级，有望带动产业升级与行业集中度提升。电动自行车新国标 GB17761-2024 于 2024 年 12 月 31 日正式发布，于 2025 年 9 月 1 日起实施，相比于 2018 年的旧国标，新国标对电动自行车产品质量、合规性等提出更高要求，如要求企业具备与产能匹配的整车及车架生产能力、检测能力和质量控制能力、增加三重防篡改要求、增加北斗模块配备要求、提高对制动距离要求等。据艾瑞咨询调研数据，当前电动自行车消费者对产品耐用性的要求较高，其中有 74.4% 的受访者对电动自行车的期待耐用年限在 3-7 年，并对电池、电机、刹车、轮胎等核心零部件表现出较强的耐用性关注，新国标的实施与消费者对产品耐用性的高要求有望驱动电动自行车的质量升级，从而带动产品与生产工艺的升级，头部企业有望通过领先的产品研发、生产工艺进一步扩大领先优势，推动行业优胜劣汰加速与集中度提升。

表7：新国标提高电动自行车产品质量、合规等要求

	国标 GB 17761-2024	国标 GB 17761-2018
最高设计车速	25km/h	25km/h
电机性能	增加电动机空载反电动势以及电感值差异系数等指标要求，从而确保电动机在输入电压达到最大时车速也无法超过 25km/h；增加电动机低速运行时转矩限值指标，允许电动机短暂地输出较高扭矩，确保车辆能够应对短距离爬坡等特殊工况	-
防篡改措施	从电池组、控制器、限速器三个方面提出防篡改要求，并增加资料性附录，给出了 6 大类常见的防篡改检查方法示例，为产品防篡改设计及检测抽查提供指导和依据	-
质量保证能力	明确要求生产企业应具有与电动自行车产能相匹配的整车及车架的生产能力、检测能力和质量控制能力	-
整车重量	铅酸车型质量≤63kg（为提升续航里程满足消费者需求）；其他车型质量≤55kg	所有车型质量≤55kg
塑料件占比	使用塑料的总质量不应超过整车质量的 5.5%	-
定位及监测功能	用于城市物流、商业租赁等经营性活动的电动自行车应具备北斗模块，其他类型的电动自行车应设计有北斗模块，销售时由消费者选择是否保留	-
脚踏骑行装置	仅要求采用电助力模式的车辆具备脚踏骑行功能，对电驱车辆不做强制要求	强制配备
后视镜	后视镜不计入整车高度，企业可根据车型需要自行设计和安装后视镜	鼓励电动自行车安装后视镜，后视镜不计入整车高度与宽度
编码标识	应在产品铭牌、合格证上标明建议使用年限；要求整车编码采用耐高温永久性标识	普通标识
制动距离	干态双闸/单后闸最大矫正的制动距离为 7m/15m；湿态双闸/单后闸最大矫正的制动距离为 5m/10m	干态双闸/单后闸最大制动距离为 7m/15m；湿态双闸/单后闸最大制动距离为 9m/19m

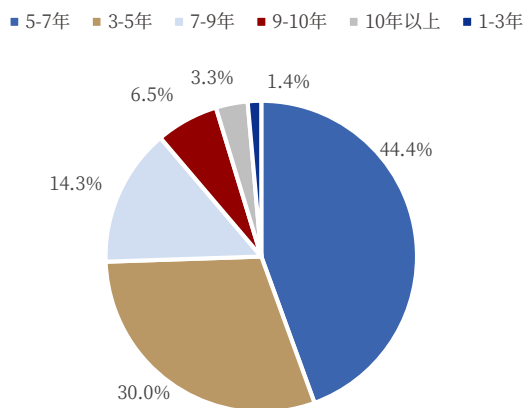
资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

图18：电动自行车消费者对电池、电机、刹车等部件耐用性关注度高



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

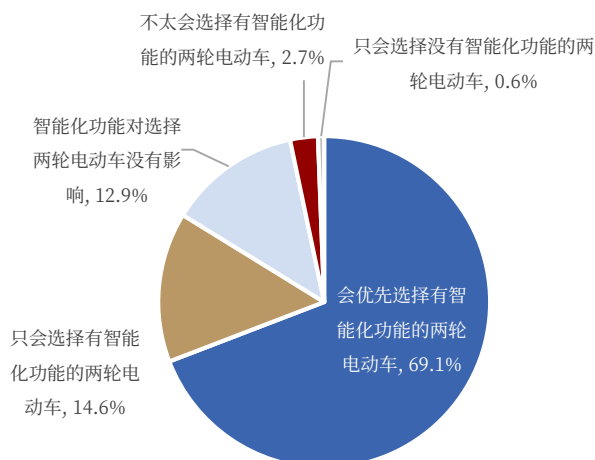
图19：电动自行车消费者对车辆耐用年限要求大多在 3-7 年



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

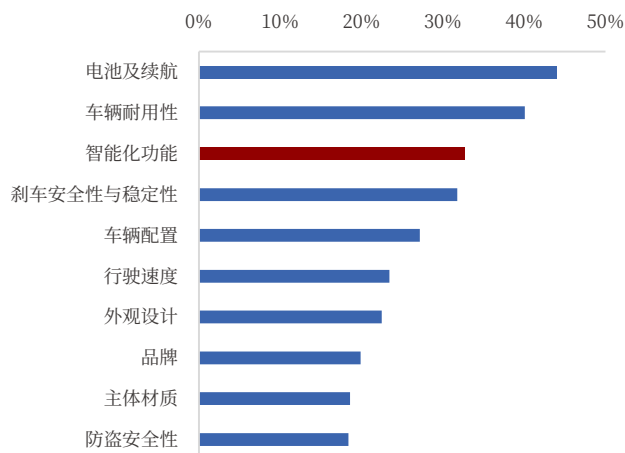
电动两轮车智能化升级趋势明确，高端市场扩容潜力十足。据艾瑞咨询调研数据，有 83.7% 的受访者表示会优先选择具备智能化功能的两轮电动车，智能化功能已经成为消费者对电动两轮车的第三大关注点，仅次于电池及续航、车辆耐用性。电动两轮车市场智能化升级趋势明确，消费者对电动两轮车智能化功能付费意愿的提升有望带动具备智能化功能的高端电动两轮车市场扩容。

图20：83.7%的受访消费者会优先选择具备智能化功能的两轮电动车



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

图21：消费者对电动两轮车智能化功能的关注度排第三

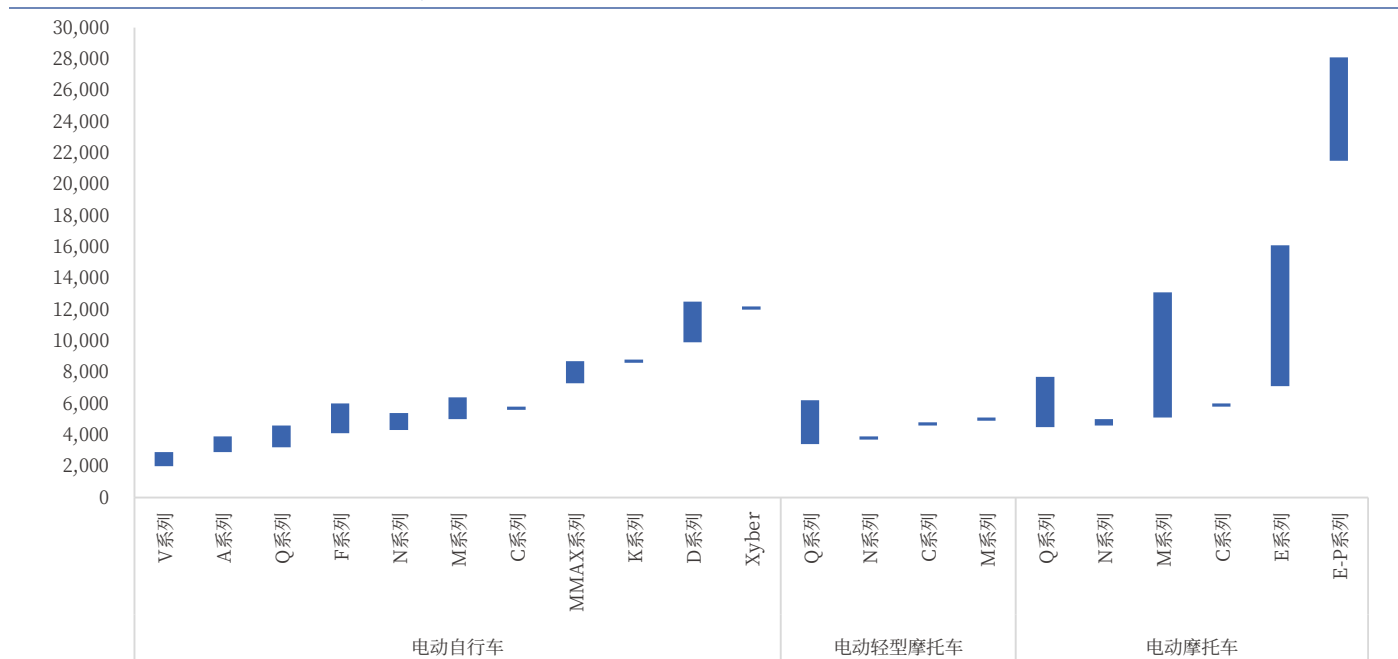


资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

（二）公司专注电动两轮车智能化高端产品，技术实力领先夯实市场龙头地位

公司电动两轮车产品专注高端市场，在 3000 元以上价格带形成较完备的产品矩阵布局。公司产品涵盖包括电动自行车、电动轻型摩托车、电动摩托车在内的全品类电动两轮车，聚焦高端市场，主力产品定价在 3000 元以上，已在 3000 元以上价格带形成较为完备的产品布局，最高端的旗舰产品 E300P MK2 定价接近 3 万元，品牌高端化标签明显。

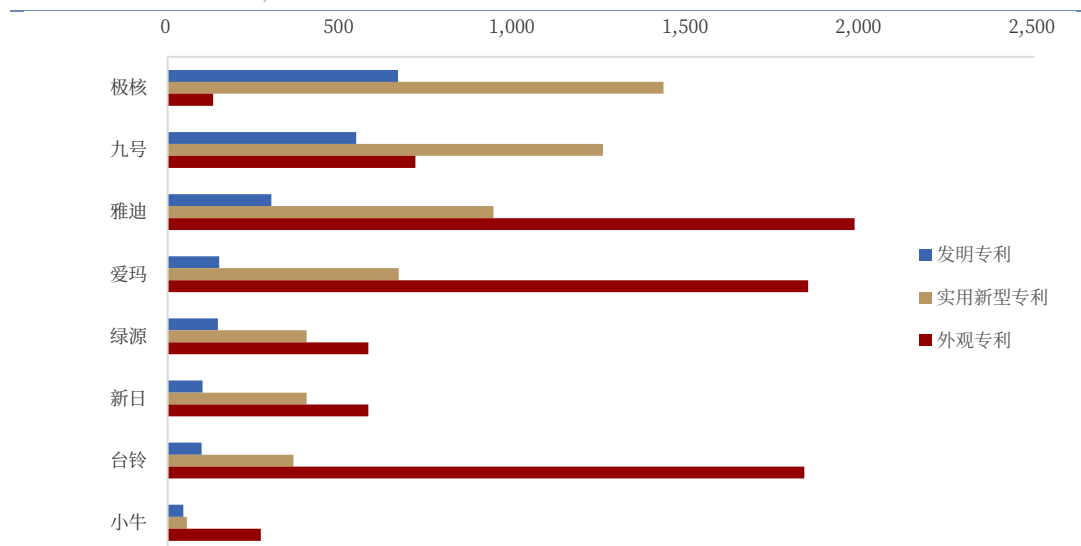
图22：公司电动两轮车产品专注高端市场，在 3000 元以上价格带形成较完备的产品矩阵布局（元）



资料来源：公司官网，天猫，中国银河证券研究院

公司研发实力出众，发明专利与实用新型专利数量位居行业前列。公司以智能化技术作为核心品牌标签打造高端化产品，重视技术研发，研发实力位居行业第一梯队。据鲁大师统计数据，公司在发明专利与实用新型专利数量上仅次于极核，远超雅迪、爱玛、台铃等市场龙头，发明专利与实用新型专利是企业保护自研智能化技术与软件的主要手段，公司已在智能化技术与软件层面建立了较为深厚的技术护城河，赋能产品形成差异化技术竞争优势。

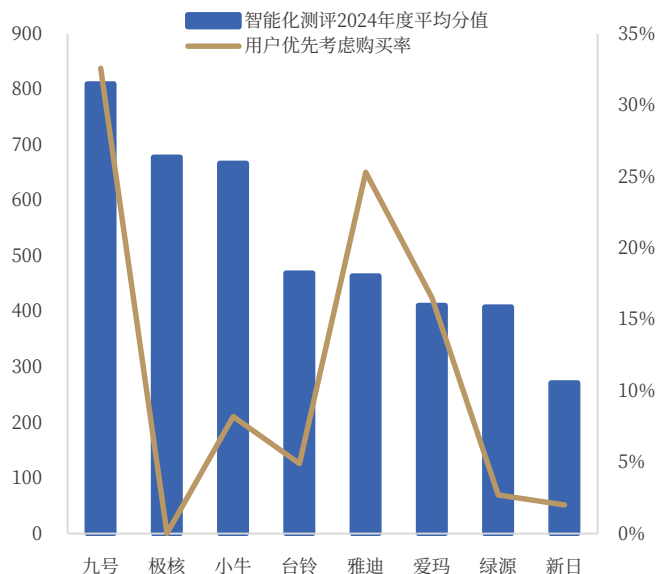
图23：公司研发实力出众，发明专利与实用新型专利数量位居行业前列（个）



资料来源：鲁大师，中国银河证券研究院

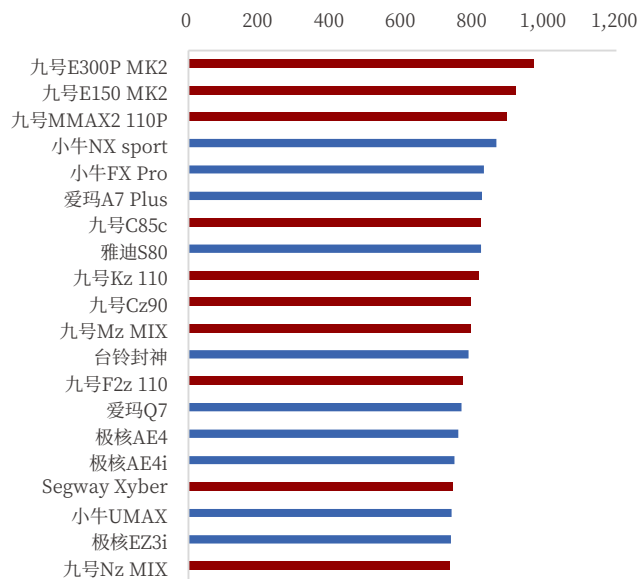
智能化能力断层领先，公司已成长为用户最优先考虑购买的智能两轮电动车品牌。据艾瑞咨询测评，2024 年公司以 810 分位列智能化测评榜单首位，智能化测评分值排名 TOP20 中公司有 10 个产品进入榜单，并包揽前三，公司品牌与产品的智能化能力形成断层领先。据艾瑞咨询调研数据，有 32.6%的消费者会选择公司作为优先考虑购买的智能两轮电动车品牌，远高于雅迪、爱玛、小牛、台铃等行业龙头，公司智能化标签已形成深刻的消费者认知。

图24：公司智能化测评分数领先，是用户最先考虑购买的智能化品牌



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

图25：2024 智能化测评中公司有 10 款产品进入 TOP20 并包揽前三



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

智能化技术赋能驾控、续航、座舱、电池安全、服务等全环节，打造卓越用户体验。依托于公司领先的技术实力，公司孵化了多项技术成果，包括 RideyGo! 2.0 智能车机系统、RideyLong 自研长续航系统、RideyDrive 全域驾控系统、RideyFUN 全系仪表系统、RideyPower 智能铅酸系统，赋能车辆驾控、续航、座舱、电池安全、服务等全环节，为用户带来卓越体验，打造鲜明智能化标签。

表8：智能化技术赋能驾控、续航、座舱、电池安全、服务等全环节，打造卓越用户体验

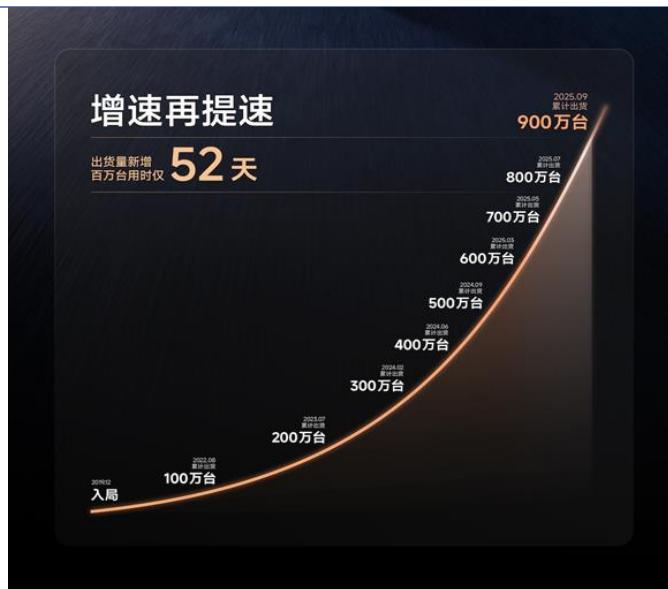
系统	主要功能
RideyGo! 2.0 智能车机系统	依托车身具备的诸多高精尖传感器、整车控制/处理单元、显示部件，结合自研算法、自研软件系统、APP 应用系统与对数据车辆网大数据平台系统，实现智能化功能的用户交互端+云协同，应用处理端+云协同；从而持续可升级可更新地为用户带来包括智能仪表、智能辅助驾驶、智能车辆解/落锁、智能车辆操控、智能车辆防盗、智能安全辅助、智能车辆个性化、智能车辆服务等全面的智能功能和体验。
RideyLong 自研长续航系统	通过轮胎+电机+电控+电池的自研优化与四者间协调配合，实现优秀操控抓地力、舒适性、高效低耗，在电池容量本身之外做到续航提升 20%+。依托针对长续航特定需求而自研优化的长续航轮胎、全局降低滚动阻力达 27%；优化电池充放电管理和自研电控系统，自调节、自适应不同车型与路况，工况路段续航亦能提升 20%+；自研高性能无刷电机、经过自研优化绕线方式和材料的电机，扩大电机运行的高效率区间，电机最高效率提升 5%，最大扭矩提升 10%。为用户带来全速真续航、长续航的驾乘体验。
RideyDrive 全域驾控系统	结合九号长期以来在交通出行领域积累的车联网大数据、机器人/AI 技术与相关感知-计算-执行控制能力，及三电与全系统工艺的完整工程整合能力与独立设计理念：在制动、防抱死、车架结构、电控电气等多个骑行驾控的核心模块上大量自研、创新技术，帮助车辆灵活适应多种复杂路况，为用户在不同使用场景获得舒适、安全的驾控体验，全域路段畅行无阻。
RideyFUN 全系仪表系统	集成了多种车辆功能控制选项，还可通过 OTA 无线升级不断获得新功能。依托 7 寸彩屏、5 寸彩屏或组合彩屏，使得听歌、导航、通话等丰富功能可以在车机大屏上轻松可视。
RideyPower 智能铅酸系统	由智能碳晶电池、智能铅酸计量板、智能铅酸碳晶电池充电器、九号出行 APP 四个模块构成，它们协调运作，对电池进行 24h 不间断的监控管理，来确保电池的健康使用，让电池始终保持最佳状态，有效提升电池寿命和安全；并使电池参数完全可视化。智能碳晶电池更支持行业领先的 3 年原品质质保。

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司电动两轮车销量增速持续提速，高端龙头市场地位稳固。公司专注智能化战略成效显著，自入局电动两轮车市场以来，销量持续保持高速增长，销量增速不断提升，2025 年 9 月 8 日，公司

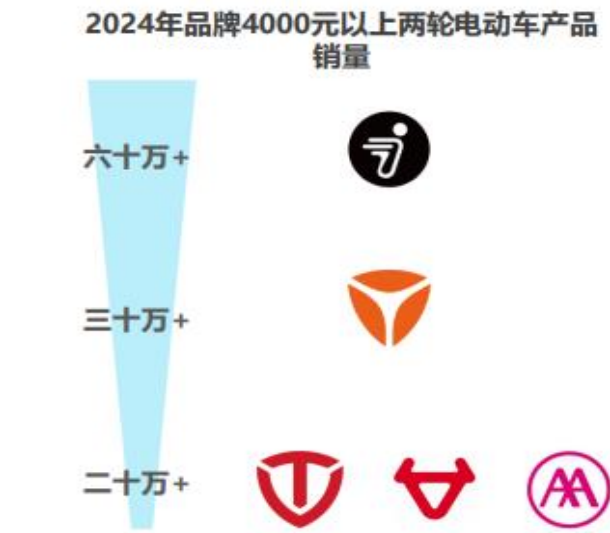
旗下智能两轮电动车中国市场累计出货量突破 900 万辆，最新 100 万辆出货仅用时 52 天，较上一个 100 万辆出货缩短 12 天，展现出强劲增长动能。在领先的智能化技术加持下，公司稳居高端市场龙头地位，据艾瑞咨询数据，2024 年在 4000 元以上电动两轮车价格带，公司是唯一销量超过 60 万辆的品牌。

图26：公司电动两轮车销量增速持续提速



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

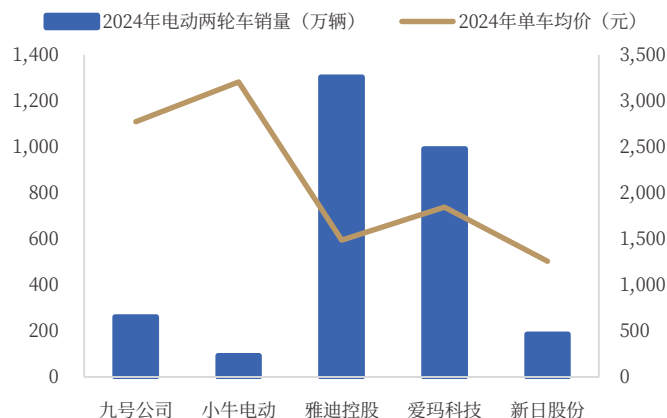
图27：公司稳居高端市场龙头地位



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

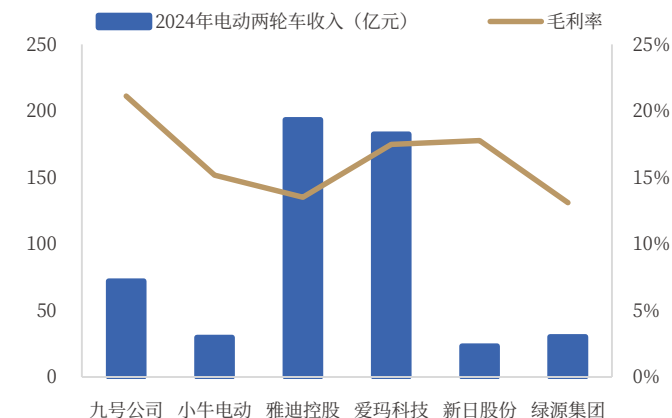
高端化与规模化优势带动盈利能力提升，公司电动两轮车业务毛利率行业领先。公司专注高端市场，以智能化形成差异化产品竞争力，在实现销量快速增长的同时保持公司高端品牌定位不动摇，2024 年公司电动两轮车单车均价为 2775 元，远超雅迪、爱玛等龙头企业，单车均价略低于小牛，但销量规模明显高于小牛，既实现了高端品牌形象的树立，也通过技术优势实现了规模的快速增长。高端化定位与规模化优势助力公司电动两轮车业务盈利能力行业领先，2024 年公司电动两轮车业务毛利率为 21.1%，高于雅迪、爱玛、小牛、绿源等其他头部友商，为公司盈利能力的不断提升贡献重要助力。

图28：2024 年公司单车均价明显高于雅迪、爱玛



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图29：2024 年公司电动两轮车业务毛利率行业领先



资料来源：Wind，中国银河证券研究院（注：小牛电动与绿源集团采用集团整体毛利率数据）

凌波 OS 发布推动短途交通智能化变革，有望助力公司在高端市场继续开疆拓土。2025 年 8 月 26 日，公司发布凌波 OS (NimbleOS) 短途交通全域操作系统，彻底破解了早期行业的“技术碎片化”困境，通过统一架构与协议，实现了整车硬件的深度协同，让电机控制、电池管理、传感器感

知等功能从“孤岛”变为有机整体。云边端高度协同是凌波 OS 的技术核心，通过云端算力、边缘设备与车机的协同运作，突破物理硬件限制，轻松实现复杂 AI 功能。基于凌波 OS，一方面公司技术优势进一步扩大，技术护城河进一步加深，有望推动产品技术竞争力的进一步提升，另一方面，基于云边端协同的技术核心，凌波 OS 有望赋能公司全系产品实现技术平权，实现产品越级体验，公司当前主力产品集中于 4000 元以上价格带，基于凌波 OS 的云边端协同，公司有望在 3000-4000 元产品价格带实现与现有产品相同的智能化功能，通过进一步丰富产品 SKU 提升销量增长潜力，推动电动两轮车业务的高速扩张。

图30：凌波 OS 发布推动短途交通智能化变革，有望助力公司在高端市场继续开疆拓土

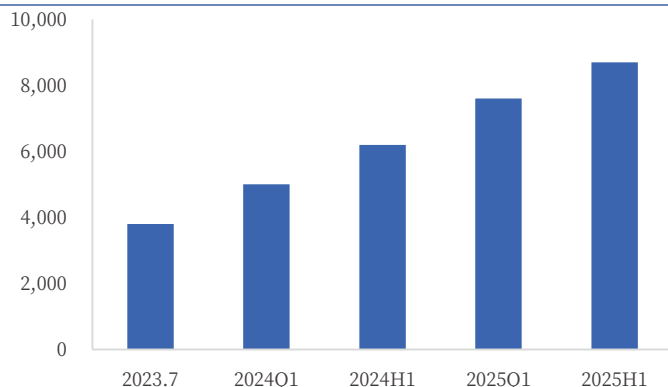


资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

（三）线上线下渠道同步布局，赞助、代言、联名等多模式宣传迎合年轻人消费趋势深化品牌影响力

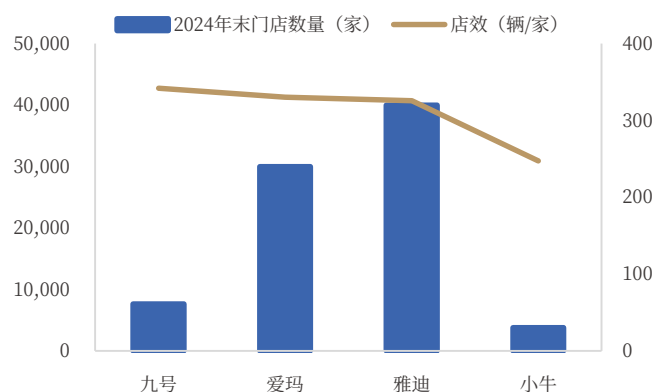
线下门店稳步扩张，单店店效达到行业领先水平。2023 年以来，公司线下门店数量稳步提升，截止 2025 年 H1，公司线下门店数量已超过 8700 家，消费者触达范围持续扩大。从绝对值来看，公司渠道数量与行业领先的爱玛、雅迪有较大差距，主要是由于公司专注高端市场，在消费能力较弱的低线城市布局较少，从单店店效来看，2024 年公司单店店效已经达到与雅迪、爱玛等头部友商齐平的水平，渠道扩展成效良好，为公司建立市场影响力打下重要基础。

图31：2023 年以来公司线下门店数量稳步扩张（家）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

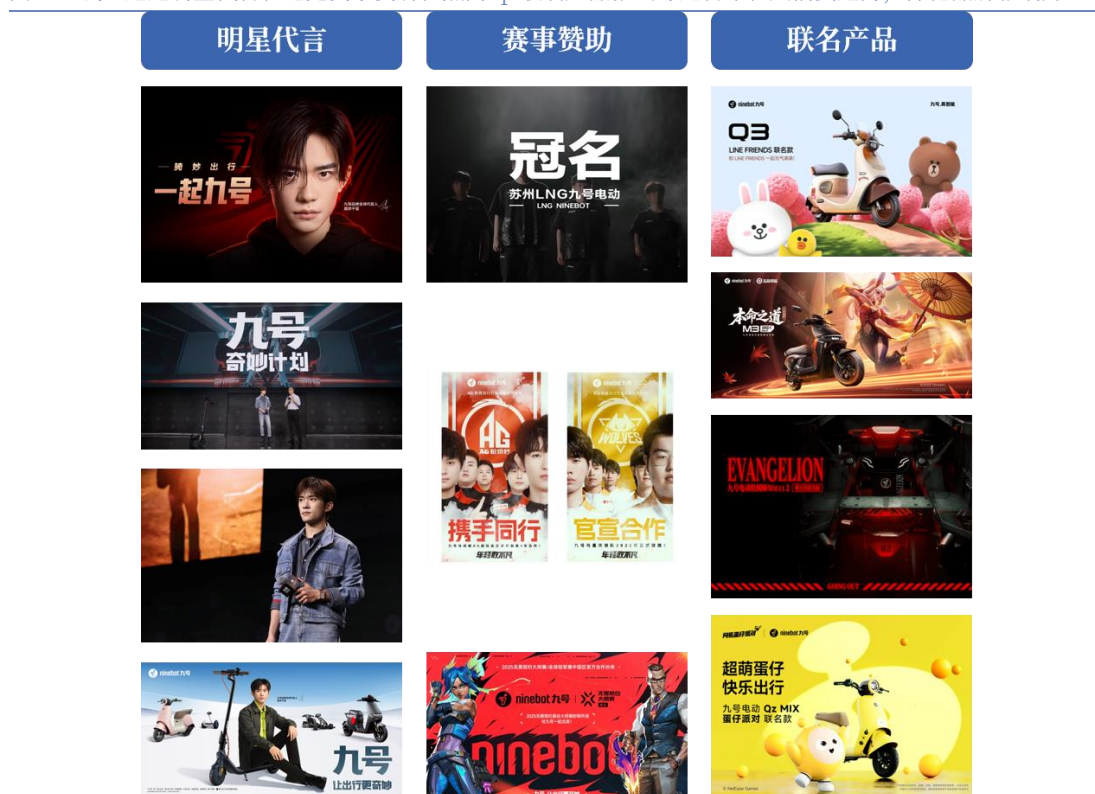
图32：2024 年公司单店店效达到行业领先水平



资料来源：九号、爱玛、雅迪、小牛公司公告，中国银河证券研究院（注：店效=总销量/门店数量）

线上通过明星代言、电竞赛事赞助、热门 ip 联名产品推出等迎合年轻人消费趋势，深化品牌影响力。公司所定位的高端智能市场的主力消费群体为追求科技感、新鲜感的年轻人群体，为迎合年轻人消费趋势，深化品牌在年轻消费人群的影响力，公司通过明星代言、电竞赛事赞助、热门 ip 联名产品推出等模式从多维度加强在年轻消费群体中的品牌传播，从而深化品牌影响力，如邀请易烊千玺作为品牌全球代言人、冠名赞助英雄联盟、无畏契约、王者荣耀等电竞赛事、联名蛋仔派对、王者荣耀、Line Friend 等热门 ip 等。

图33：线上通过明星代言、电竞赛事赞助、热门 ip 联名产品推出等迎合年轻人消费趋势，深化品牌影响力



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

线上传播收效显著，618 战绩斐然。公司杰出的智能化技术实力叠加线上多渠道传播收效显著，在 2025 年 618 购物节期间公司战绩斐然，电动车全渠道销售额同比增长 93%，线上销售额同比增长 90%，包揽京东、抖电、抖本、快电、快本、美团销售额第一与市占率第一，年轻用户购买比例 66%，多款产品夺得成交量/金额排行榜 TOP1，线上已成为提升公司销量增长潜力的重要渠道。

图34：线上传播收效显著，618 战绩斐然



资料来源：公司官方公众号，中国银河证券研究院

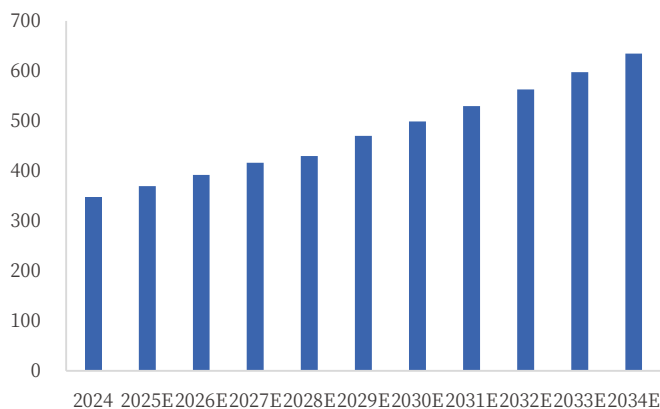
四、割草机器人：产品持续升级，拥抱蓝海市场

（一）割草机器人市场扩容空间广阔，无边界技术路线成为主流

割草机远期市场规模超 600 亿美元，主要集中于欧美地区。据 Precedence Research 数据，2024 年全球割草机市场规模约为 348 亿美元，受益于购买力的提高、对技术先进设备的追求、中国与印度等市场休闲园艺需求的增长、政府生态城市项目的开发、城市化推进带来的割草需求增长等因素推进，预计割草机市场规模将以 6.2% 的年复合增长率持续扩容，到 2034 年割草机市场规模有

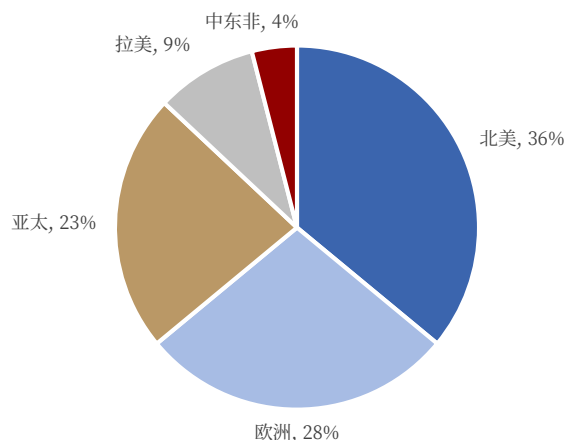
望达到 635.1 亿美元。分市场来看，欧美、亚太地区是割草机的主要市场，当地居民大多拥有私人草坪，对割草机需求较为旺盛。

图35：2024 年割草机市场规模有望达到 635.1 亿美元（亿美元）



资料来源：Precedence Research, 中国银河证券研究院

图36：割草机市场主要集中在欧美与亚太地区



资料来源：Precedence Research, 中国银河证券研究院

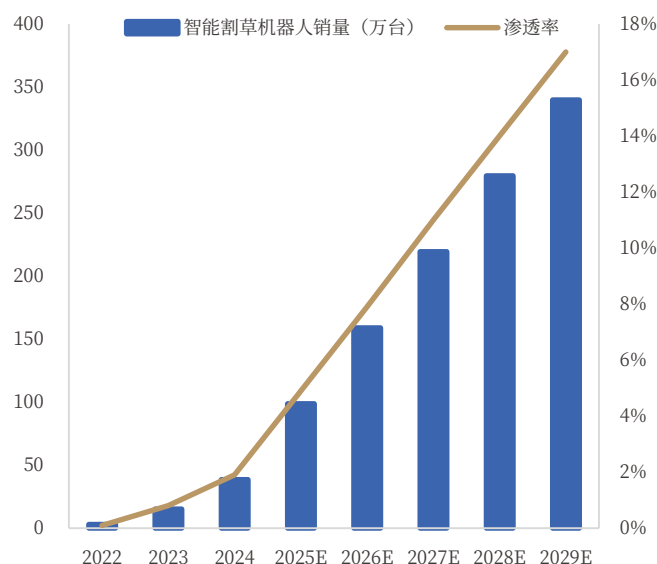
割草机器人在具有显著经济性，渗透率有望快速提升。全球约有 2.5 亿个私人花园，其中美国约 1 亿个，欧洲超 8000 万个，欧美多国对私人草坪养护设有法律法规，为符合法律规定，拥有庭院的家庭每月需进行 2-3 次的割草，当地市场对割草机具有刚需。割草机器人适用于面积较小的私人草坪，从全生命周期成本来看，虽然割草机器人的初始购置成本较传统割草机更高，但后期无需雇佣人工来进行操作，考虑到欧美市场高额的雇佣成本，割草机器人的后续维护保养与运营成本明显更低，在 3-5 年的使用周期内具有较强的经济性。据灼识咨询数据，2024 年全球智能割草机器人渗透率不足 2%，在经济性优势与技术进步的推动下，智能割草机器人渗透率有望快速提升，预计到 2029 年渗透率将达到 17%，年销量有望达到 339.7 万台，市场扩容空间广阔。

表9：割草机器人在全生命周期具有经济性（欧元）

	割草机器人	电动割草机	汽油割草机
采购成本	1000	200+50 (电缆)	300+20 (汽油罐)
电力或燃料运营成本/年	14-18	15-20	30
刀片费用/年	15	30 (含服务)	50 (含维护)
电池费用/年（3-5 年使用寿命）	16-27	-	-
草坪肥料费用	30	60	60
保养、维护和工作成本/每小时	40（第一年安装 40-60 欧元）	480	480
年度总成本	1155-1190	835-840	940
随后几年的费用	115-130	585-595	620

资料来源：Robomow, 中国银河证券研究院

图37：割草机器人渗透率有望快速提升

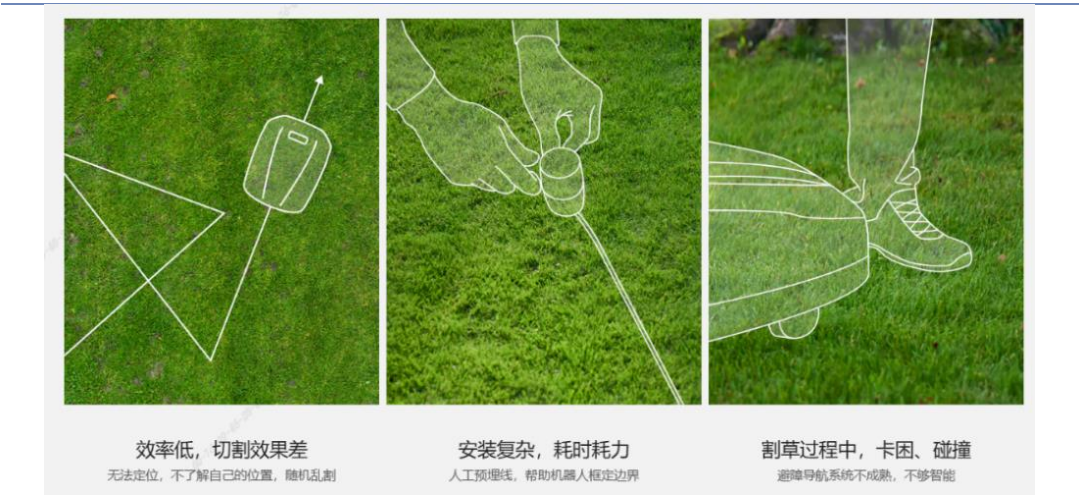


资料来源：乐动机器人招股说明书, 灼识咨询, 中国银河证券研究院

无边线割草机器人解决埋线技术的效率低、安装复杂等弊端，逐渐成为主流技术方案，形成 RTK、视觉、激光雷达等多种技术路线。早期割草机器人以埋线技术为主，通过人工在割草区域边界预埋

线来划定边界，代表企业有传统园林工具国际巨头富世华、Gardena，埋线技术需要雇佣工人提前进行安装，操作复杂，并且割草机器人不具备定位与识别能力，在切割过程中效率低、效果差，还容易发生卡困和碰撞。伴随技术的不断进步，无需埋线的无边线割草机器人成为主流，不仅富世华、Gardena 等传统厂商相继推出无边线产品，国内企业如九号、科沃斯、库玛等也开发出无边线割草机器人新品。从技术路线来看，无边线割草机器人主要采用 RTK、视觉、激光雷达等进行定位与识别，其中 RTK 定位准确，但需要安装固定基站，且信号容易受到树木等遮挡，视觉方案成本低，但容易受到恶劣天气和光线变化影响，激光雷达定位与识别精准，但成本较高，目前国内厂商既有通过 RTK+视觉来规避二者弊端，实现更好定位与识别的技术路线，代表企业有九号，科沃斯、库玛等，也有通过激光雷达实现定位与识别的技术路线，代表企业有追觅、科沃斯、库玛等。

图38：埋线式割草机器人效率低、切割效果差，且人工预埋线操作复杂，耗时耗力



资料来源：科沃斯官网，中国银河证券研究院

表10：无边线技术解决埋线式技术弊端，形成 RTK、视觉、激光雷达等多种技术路线

	惯导技术	撞线技术（预埋线）	RTK 技术（实时动态技术）	视觉识别技术	激光雷达技术
技术原理	传统技术，使用轮速里程计	通过在草坪中预埋线框定割草区域	基于 GPS 的定位技术	使用摄像头捕获环境中的图像数据，利用图像识别算法识别障碍物，以及通过 VSLAM 进行地图构建和定位	采用 3D 激光雷达识别障碍物
特点	缺乏导航能力，通过增加运动时长来提升覆盖率	有效但需要人工前期设置	能够提供厘米级的高精度绝对定位，定位信息更新快，并且对于雨雪、灰尘等环境干扰不敏感	视觉模组价格低，可识别不同类型的障碍物	可以实现厘米级定位，测量和定位精度高，能够精准检测小目标，在树木遮挡、地形变化等复杂环境中确保路径规划的精准可靠
缺点	效率较低，机器人会随机碰撞	交付麻烦，需要请工人上门安装，影响商业运营价值	需要安装固定基站，安装成本高，天线需要定期校准；信号容易受到建筑物、树木等遮挡影响	容易受到雨雾、雪、灰尘影响，以及在弱光、逆光、低纹理等场景很容易失效；对于小体积障碍物容易漏检；对于高低起伏、树篱、花丛、围栏、台阶等复杂空间的适应度不够	激光雷达价格较视觉模组高，厂商成本压力提升
代表企业	-	富世华、Gardena	富世华 九号、库玛、科沃斯	宝时得	追觅、科沃斯、库玛

资料来源：大数跨境，中国银河证券研究院

（二）公司首创 RTK+视觉路线，技术方案历经三次迭代实现产品持续升级

公司首创 RTK+视觉路线，产品与技术方案经历三次迭代。公司 2022 年推出首款割草机器人产品 H 系列，创新性地采用 RTK 技术，实现了基于虚拟边界的割草。2024 年公司推出第二代产品 i 系列，全球首次采用 RTK+视觉解决方案，技术升级为 EFLS2.0，在 1.0 基础上添加 VSLAM 系统，即使在短暂的卫星信号丢失期间也能保持精度。2025 年公司推出第三代产品 X3 系列，技术升级为 EFLS3.0，在 2.0 基础上增加左右 VSLAM，FOV 由 140°扩张至 300°，并结合 VIO 与双 RTK 天线集成技术提高了定位精度和稳定性。

图39：公司首创 RTK+视觉路线，产品与技术方案经历三次迭代



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司产品矩阵齐全，产品持续升级、性能过硬，产品力位居行业第一梯队。公司 H、i、X3 三大系列能够满足 500 m²-10000 m²的割草需求，技术迭代加持下产品持续升级，X3 系列较 H、i 系列在爬坡、续航、补能等能力上均有明显升级。相比同类竞品，公司较富世华等传统厂商具有明显的性价比优势，与科沃斯、追觅、库玛等国内新势力产品相比，公司在补能与续航上具有一定优势，另外，公司自研的 VisionFence 视觉技术能够识别并避开超过 180 种常见院子物体，包括宠物、固定障碍物、日常障碍、悬挂障碍，对人和宠物保持安全距离。公司割草机器人产品整体性能实力过硬，产品力位居行业第一梯队。

表11：公司产品与行业头部友商产品对比（割草面积 800 m²）

厂商	九号	九号	富世华	科沃斯	库玛
产品型号	Navimow H800-VF	Navimow i108	Automower 405XE NERA	GOAT O1000	LUBA mini AWD 800
割草面积	800 m ²	800 m ²	900 m ²	800 m ²	800 m ²
零售价	1649 欧元	1299 欧元	2398 欧元	899.99 美元	1399 欧元
切割高度	30-60 毫米	20-60 毫米	20-55 毫米	30-80 毫米	20-65 毫米
切割宽度	21 厘米	18 厘米	22 厘米	22 厘米	20 厘米
最大坡度能力	45%	30%	30%	45%	80%
边界处的最大坡度性能	10%	10%	20%	17%	-
电池容量	5.1Ah	5.1Ah	5Ah	4Ah	4.5Ah
充电时间	180 分钟	120 分钟	90 分钟	100 分钟	160 分钟
最大割草速度	0.4m/s	0.4m/s	-	0.35m/s	-
充满电割草时间	180 分钟	120 分钟	100 分钟	65 分钟	120 分钟
噪音水平	54dB (A)	58dB (A)	60dB (A)	57dB (A)	-

资料来源：九号、富世华、科沃斯、库玛官网，e-catalog，中国银河证券研究院（注：官网与电商平台售价存在一定差异，零售价可能出现波动）

表12：公司产品与行业头部友商产品对比（割草面积 1500 m²）

厂商	九号	九号	富世华	宝时得	库玛
产品型号	Navimow H1500-VF	Navimow X315	Automower 410XE NERA	WR216E	LUBA mini AWD 1500
割草面积	1500 m ²	1500 m ²	1500 m ²	1600 m ²	1500 m ²
零售价	2099 欧元	2499 欧元	2798 欧元	1499 欧元	1799 欧元
切割高度	30-60 毫米	20-70 毫米	20-55 毫米	30-60 毫米	20-65 毫米
切割宽度	21 厘米	23.7 厘米	22 厘米	22 厘米	20 厘米
最大坡度能力	45%	50%	30%	30%	80%
边界处的最大坡度性能	10%	25%	20%	-	-
电池容量	7.65Ah	6Ah	5Ah	4Ah	4.5Ah
充电时间	240 分钟	60 分钟	90 分钟	40 分钟	200 分钟
最大割草速度	0.4m/s	0.8m/s	-	-	-
充满电割草时间	240 分钟	120 分钟	100 分钟	-	165 分钟
噪音水平	54dB (A)	60dB (A)	60dB (A)	58dB (A)	-

资料来源：九号、富世华、宝时得、库玛官网，中国银河证券研究院

 表13：公司产品与行业头部友商产品对比（割草面积 3000 m²）

厂商	九号	九号	科沃斯	追觅	库玛
产品型号	Navimow H3000-VF	Navimow X330	GOAT A3000	Dreame Roboticmower A2	LUBA 2 AWD 3000X
割草面积	3000 m ²	3000 m ²	3000 m ²	3000 m ²	3000 m ²
零售价	2699 欧元	2999 欧元	2999.99 美元	1699 欧元	2299 欧元
切割高度	30-60 毫米	20-70 毫米	30-90 毫米	30-70 毫米	25-70 毫米
切割宽度	21 厘米	23.7 厘米	33 厘米	22 厘米	40 厘米
最大坡度能力	45%	50%	50%	50%	80%
边界处的最大坡度性能	10%	25%	-	-	-
电池容量	10.2Ah	8Ah	5Ah	5Ah	6.3Ah
充电时间	300 分钟	65 分钟	45 分钟	65 分钟	120 分钟
最大割草速度	0.6m/s	0.8m/s	0.4m/s	0.6m/s	-
充满电割草时间	240 分钟	160 分钟	118 分钟 (100%-15%)	-	190 分钟
噪音水平	54dB (A)	60dB (A)	62dB (A)	55dB (A)	60dB (A)

资料来源：九号、科沃斯、追觅、库玛官网，ecovacs，中国银河证券研究院（注：官网与电商平台售价存在一定差异，零售价可能出现波动）

表14：公司产品与行业头部友商产品对比（割草面积 5000 m²）

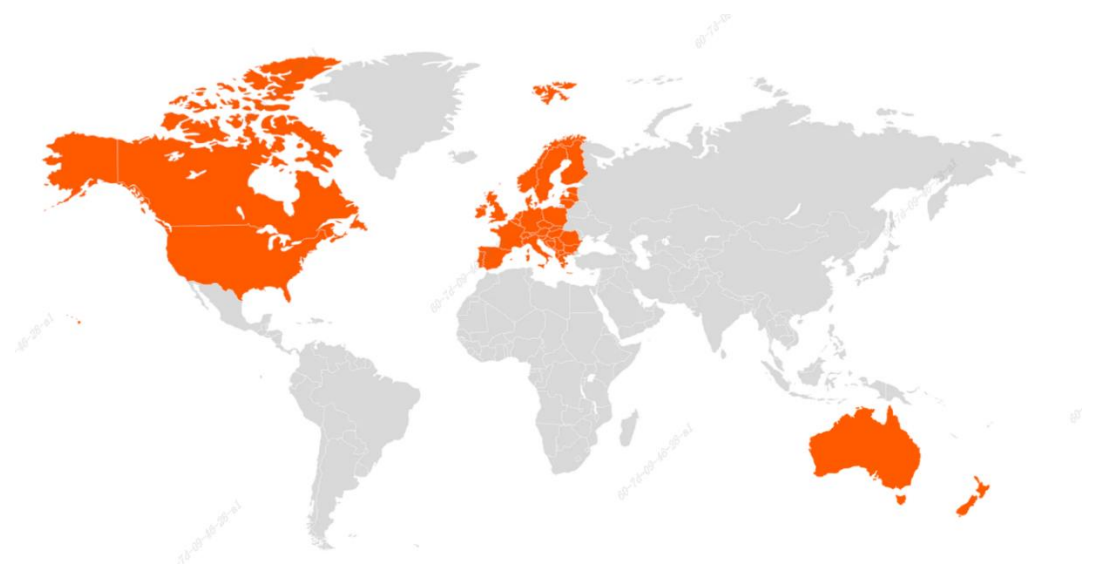
厂商	九号	富世华	长曜创新	库玛
产品型号	Navimow X350	Automower 435X AWD NERA	AIRSEEKERS TRON	LUBA 2 AWD 5000X
割草面积	5000 m ²	5000 m ²	4800 m ²	5000 m ²
零售价	3799 欧元	4999 欧元	1799 美元	2699 欧元
切割高度	20-70 毫米	30-70 毫米	30-90 毫米	25-70 毫米
切割宽度	23.7 厘米	22 厘米	22 厘米	40 厘米
最大坡度能力	50%	70%	65%	80%
边界处的最大坡度性能	25%	50%	-	-
电池容量	10Ah	8Ah	15Ah	6.3Ah
充电时间	80 分钟	45 分钟	180 分钟	120 分钟
最大割草速度	1.0m/s	-	-	-
充满电割草时间	200 分钟	145 分钟	180 分钟	190 分钟
噪音水平	60dB (A)	60dB (A)	-	60dB (A)

资料来源：九号、富世华、长曜创新、库玛官网，中国银河证券研究院

（三）公司欧美经销渠道充足，割草机器人销量有望保持快速增长

公司具备丰富欧美渠道分销经验，当前已在欧美、大洋洲 30 多个国家和地区布局超 3000 个分销渠道。公司以电动平衡车、滑板车业务起家，主要目标市场位于欧美，叠加收购 Segway 后长期经营欧美渠道，丰富的欧美市场分销经验助力割草机器人渠道布局的顺利拓展。当前 Navimow 在欧洲、北美和大洋洲的 30 多个国家和地区提供，拥有 3000 多个线上与线下分销渠道，并在全球设有 7 个分支机构，包括阿姆斯特丹、波士顿、杜塞尔多夫、法兰克福、北京、常州和深圳。

图40：公司在欧美、大洋洲 30 多个国家和地区布局超 3000 个分销渠道

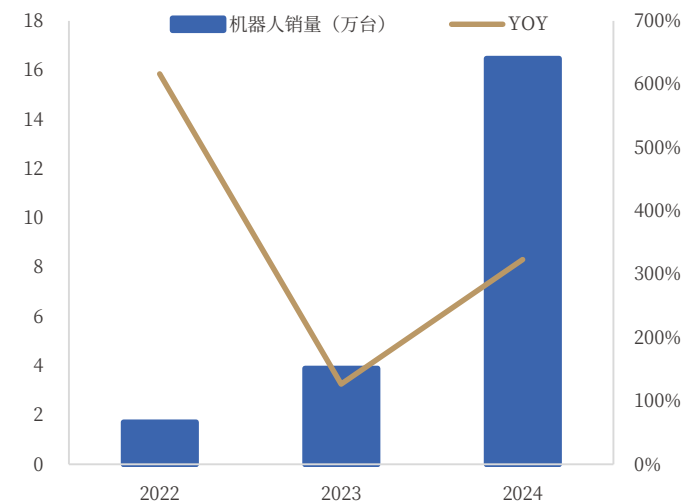


资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

2022 年以来割草机器人收入高速增长，先发优势、技术实力、完备渠道有望驱动公司割草机器人业务延续高增趋势，推动公司盈利能力提升。2022 年公司发布首款割草机器人产品以来，公司机器人销量与收入高速增长，2024 年公司销售机器人（含服务机器人）16.5 万台，同比增长 3.2 倍，实现收入 9.0 亿元，同比增长 2.5 倍，其中割草机器人收入同比增长 2.8 倍至 8.6 亿元。公司割草

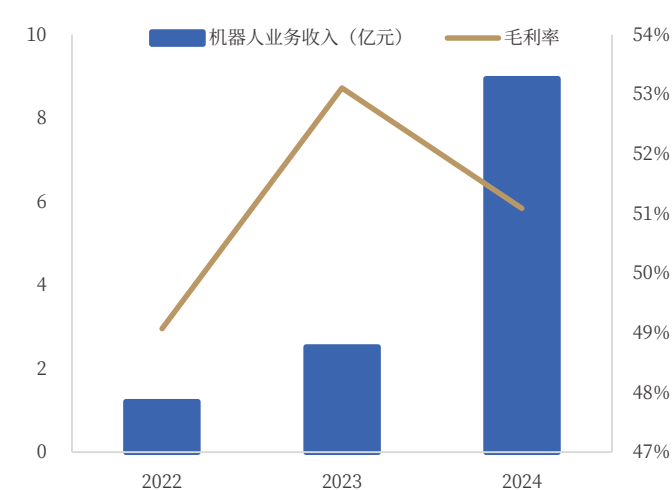
机器人业务具备先发优势，且技术实力领先，渠道布局完备且分销经验丰富，有望率先受益于割草机器人全球市场扩容带来的机遇，2024 年公司机器人业务毛利率为 51.1%，远高于两轮车与滑板车业务，割草机器人业务的高速发展有望带动公司业绩与盈利能力的持续提升。

图41：2024 年公司机器人销量同比增长 3.2 倍



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图42：2024 年公司机器人业务收入同比增长 2.5 倍



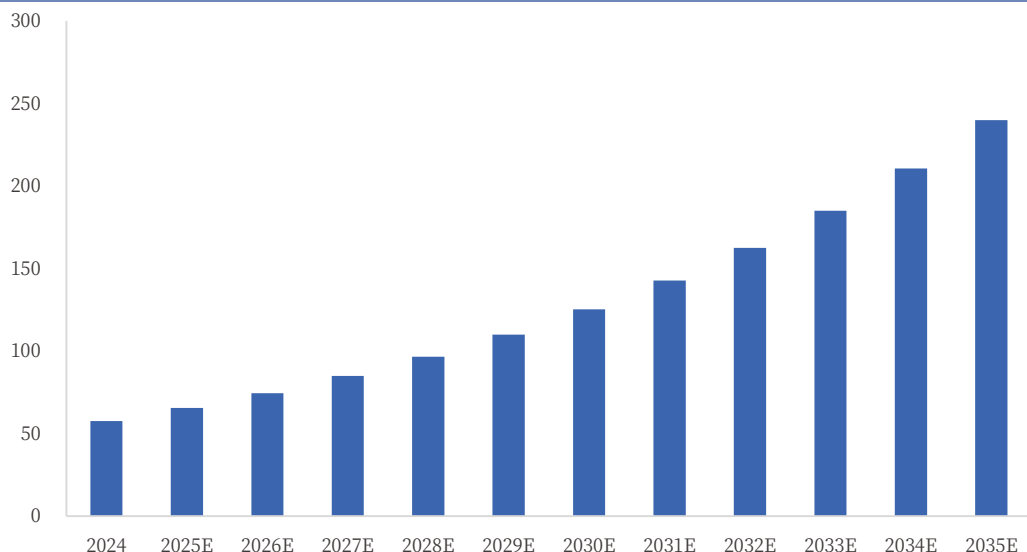
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

五、其他产品：智能化基因为核，打造多维成长动能

（一）滑板车：公司稳居全球龙头，智能化技术加持推动产品量价齐升

电动滑板车市场规模超 50 亿美元，有望受益于环保意识的增强和可持续交通的发展稳步扩张。据 Wise Guy Reports 数据，2024 年全球电动滑板车市场规模约为 57.5 亿美元，受益于政府为降低碳排放和城市拥堵推动的电动滑板车基础设施建设、电池技术进步带来的性能提升、共享出行市场扩容、消费者环保意识的提升等因素的推动，预计电动滑板车市场规模有望稳步扩张，预计 2025-2035 年电动滑板车市场将以 13.88% 的复合增长率扩容，到 2035 年市场规模有望达到 240 亿美元。

图43：电动滑板车市场有望稳步扩容，到 2035 年达到 240 亿美元（亿美元）



资料来源：Wise Guy Reports，中国银河证券研究院

公司稳居全球滑板车龙头，产品质量与技术能力获市场高度认可。自 2016 年进入滑板车市场以来，公司产品已销往全球 100 多个国家和地区，累计销量超过 1300 万台，2025 年 1 月 8 日，公司获得权威市场分析机构欧睿国际认证的 2023 年全球电动滑板车销售额第一。作为全球电动滑板车龙头，公司产品质量与技术能力获得市场高度认可，2016 年公司推动国家电动滑板车整机标准制定，2024 年深度参与电动滑板车、平衡车强标（GB40559-2024）制定，并在一年内完成平衡车、滑板车国内全面升级新国标，全系通过测试认证，率先通过针刺&热扩散等最严测试，并获得艾瑞咨询 2024 年“全球电动滑板车领导者”、“全球平衡车开创者”认证。2025 年公司第三代电动滑板车 Max G3、F3 及 E3 等产品获得权威安全检测与认证机构 ULSolutions 颁发的全球短交通领域首个 ULVmark 性能验证标志和证书。

图44：公司获欧瑞国际认证的 2023 年全球电动滑板车销售额第一



资料来源：公司官方公众号，中国银河证券研究院

图45：公司获得艾瑞咨询 2024 年“全球电动滑板车领导者”、“全球平衡车开创者”认证



资料来源：公司官方公众号，中国银河证券研究院

智能化能力深度赋能，产品续航、安全、性能舒适、智能系统及便捷性全面提升。公司智能化能力对电动滑板车产品形成深度赋能，2025 年 1 月，公司在国际消费类电子产品展览会 CES 上发布全新升级的第三代电动滑板车 MAX G3、F3 系列和 E 系列，同时推出三大技术 IP-滑板车骑行安全稳定技术 SegRide、长续航技术 SegRange2.0 和智能交互技术 SegSmart，实现产品在产品续航、安全、性能舒适、智能系统及便捷性等关键维度的全面提升，并支持投屏显示、来电显示、智能骑行辅助等前沿功能。

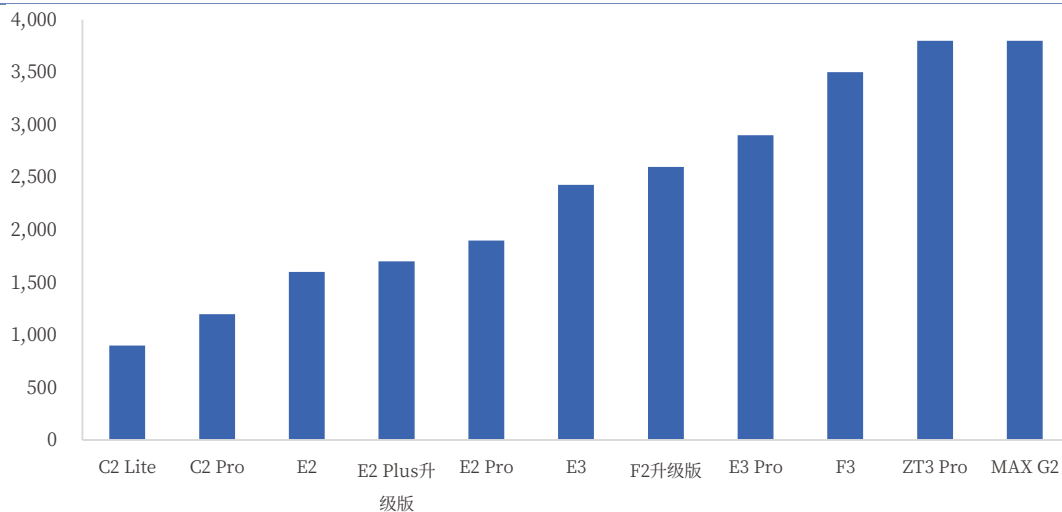
表15：智能化能力深度赋能，产品续航、安全、性能舒适、智能系统及便捷性全面提升

系统	主要功能
RideyLONG 自研长续航系统	RideyLONG 长续航系统与高性能无刷电机、长程配方轮胎和优化的控制器算法协同工作，有效地将续航里程提高 20%。
SegRide 骑行增稳系统	采用大拖曳距、大倾角的车架几何结构设计，配合更利于操控的燕把使其在高速行驶和复杂路面条件下，依然能够保持卓越的稳定性和操控舒适性。
智能 TCS 牵引力控制系统	通过更精密的电控算法与三轴传感器的运用，实现更精准的车辆牵引力控制提升在湿滑路面等低附着着力路面上的骑行安全性及稳定性。
Apple Find My	公司是第一个与 Apple Find My 合作的电动滑板车行业，通过 Apple Find My 网络定位电动滑板车，只需通过九号出行 APP 应用程序激活 Apple Find My 并将其与电动滑板车配对，然后随时使用 iPhone 上的“Find My”应用程序跟踪电动滑板车。
BMS 2.0 智能电池保护系统	可实现短路、过流、过充、过放、温度 5 重保护，同时升级电池剩余时间、电池生命周期检测、自定义充电时间可视化电池管理能力。

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

智能化技术加持实现产品升级，扩展高端化产品矩阵。公司当前电动滑板车形成覆盖 1000-4000 元价格带的完备产品矩阵，通过先进的智能化技术加持，公司持续拓展电动滑板车高端市场，拓展产品矩阵，新品 F3、E3 售价分别为 3499 元和 2429 元，MAX G3 亚马逊预售价为 899.99 美元。

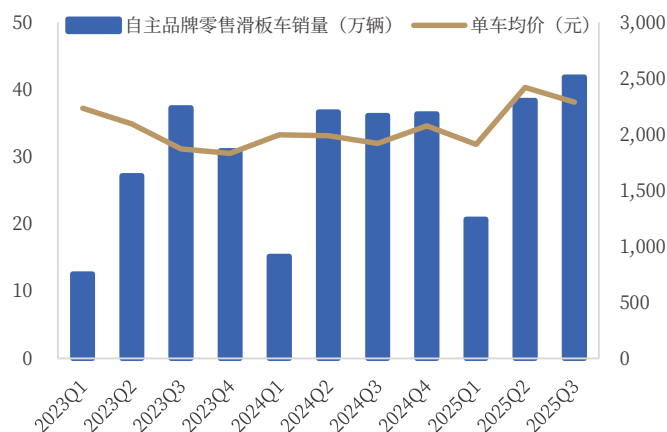
图46：智能化技术加持实现产品升级，扩展高端化产品矩阵（元）



资料来源：公司官网，京东，中国银河证券研究院

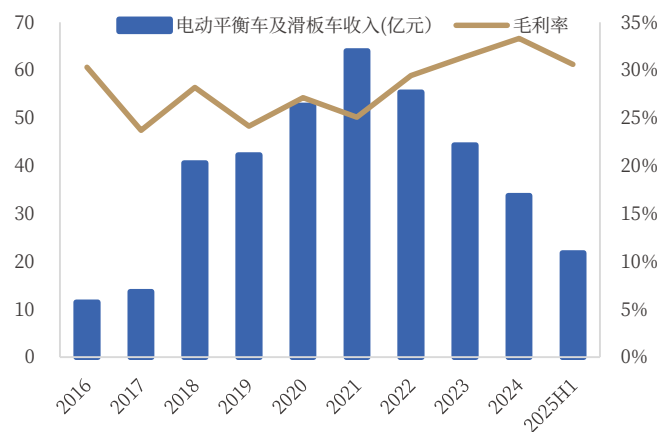
2025 年前三季度电动滑板车业务量价齐升，盈利能力保持高位。2025 年前三季度受益于欧洲市场景气度复苏与产品升级，公司电动滑板车业务实现量价齐升，前三季度自主品牌零售滑板车销量 100.88 万辆，同比+14.7%，单车均价 2261.1 元，同比+15.3%。2025 年上半年，公司电动滑板车与平衡车合计实现营收 21.8 亿元，同比+37.2%，毛利率为 30.6%，同比-3.2pct，仍保持较高水平，仅次于机器人，高于全地形车与电动两轮车。作为全球电动滑板车龙头，公司在欧美等核心市场深耕多年，有望充分受益于行业规模稳步扩张带来的业绩增长机遇，并通过领先的智能化技术加持形成产品差异化竞争力，实现产品升级，提升品牌形象与盈利能力。

图47：2025 年前三季度自主品牌滑板车均价同比+15.3%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图48：2025 年 H1 公司电动平衡车及滑板车收入同比+37.2%



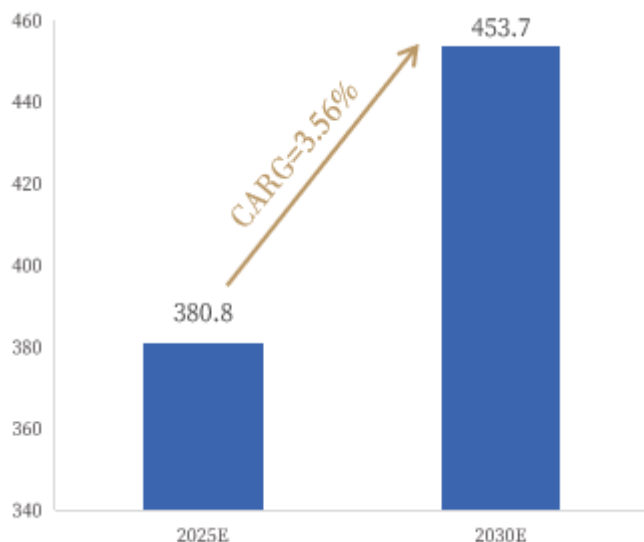
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）E-bike：智能化叠加渠道与品牌优势复用，长期成长空间十足

全球 E-bike 市场规模超 380 亿美元，竞争格局相对分散提供良好的市场进入环境。据 Mordor Intelligence 数据，2025 年全球 E-bike 市场规模为 380.8 亿美元，预计到 2030 年将达到 453.7 亿美元，年复合增长率为 3.56%。E-bike 的主要市场为热衷于户外骑行的欧美市场，据欧洲自行车产业协会数据，2023 年欧洲电助力自行车销量为 510 万辆，2011-2023 年复合增长率为 17.7%，据美

国能源部下属能源效率和可再生能源局数据，2022 年美国 E-bike 销量达到 110 万台，为 2019 年的 4 倍。E-bike 市场的竞争格局相对分散，参与者包括传统自行车品牌、具备规模优势的中国电动两轮车厂商、科技初创企业等。E-bike 市场具备市场规模可观、竞争格局分散的特征，为公司新品提供了良好的市场进入环境。

图49：2030 年全球 E-bike 市场规模预计达到 453.7 亿美元（亿美元）



资料来源：Mordor Intelligence, 中国银河证券研究院

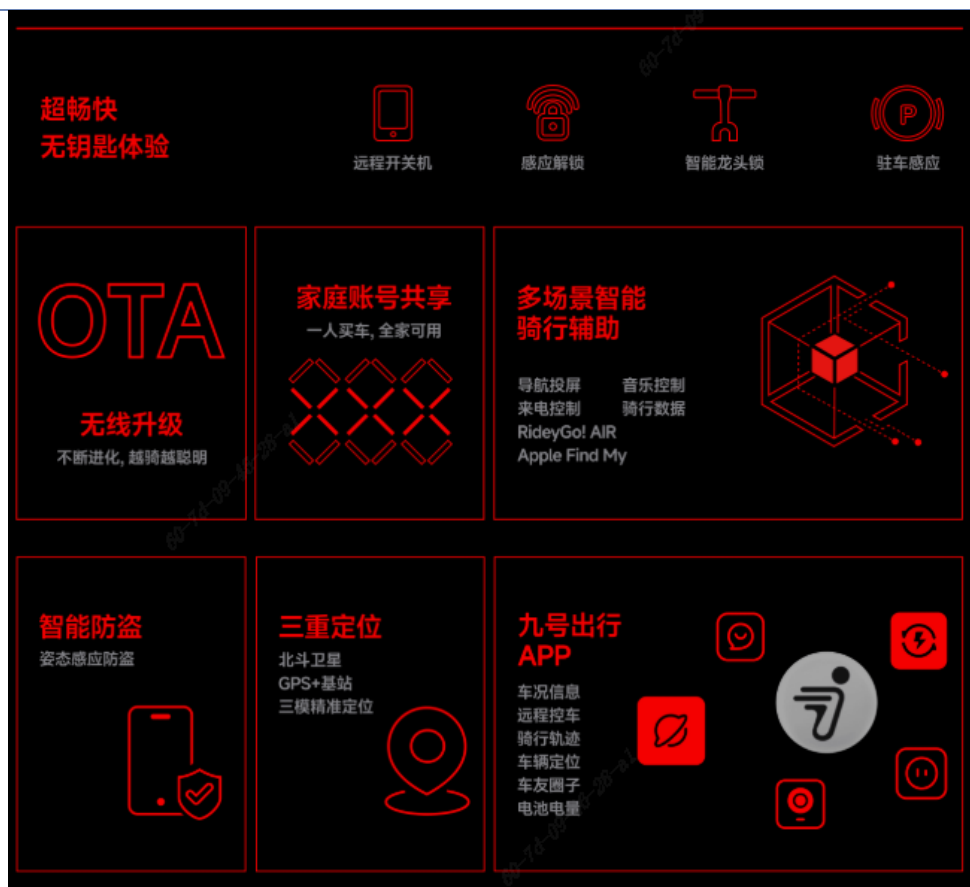
图50：E-bike 市场的竞争格局相对分散



资料来源：Mordor Intelligence, 中国银河证券研究院

公司 E-bike 产品继承了电动两轮车的智能化能力，叠加欧美市场品牌形象与渠道复用优势，公司 E-bike 业务长期成长空间十足。2024 年 1 月公司于国际消费类电子产品展览会 CES 上推出 Segway Xyber 和 Segway Xafari 两款 E-bike 产品，并在 2025 年全球发售，公司 E-bike 产品继承了公司在电动两轮车上杰出的智能化能力，配备多个智能适配传感器，能够实时精准监测车辆状态及路面情况，并据此动态调整电助力输出。另外，公司还开创性地提出 E-bike 智能座舱概念，基于自主研发的操作系统，围绕用户日常骑行体验，设计全流程体验升级，包含解锁、数据、导航、音乐等高频使用功能，形成产品的差异化特色。公司 Segway 品牌在欧美市场已形成出色的品牌影响力和完备的渠道，基于 Segway 品牌的品牌形象与渠道复用优势，公司 E-bike 新品有望快速提升市场影响力，长期成长空间十足。

图51：公司 E-bike 产品拥有 OTA、远程解锁、骑行辅助、导航定位等多种智能化功能

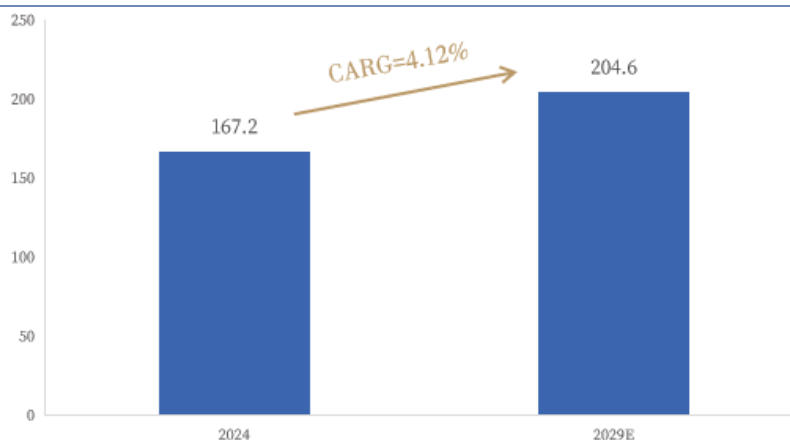


资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

（三）全地形车：产品谱系全面，智能化+混动主打差异化特色

全地形车市场规模近 170 亿美元，有望保持稳健增长。据 Mordor Intelligence 数据，2024 年全球全地形车市场规模预计为 167.2 亿美元，受益于越野活动的普及、消费者对高质量车辆的需求、全地形车在农业、采矿、建筑等领域需求的提升等因素推动，全地形车市场有望保持稳健增长，预计到 2029 年市场规模将达到 204.6 亿美元，年复合增长率 4.12%。

图52：全地形车市场规模近 170 亿美元，有望保持稳健增长



资料来源：Mordor Intelligence，中国银河证券研究院

公司产品布局全面，通过智能化+混动打造产品差异化特色。全地形车可分为 ATV、UTV、SSV，ATV 采用与摩托车相似的车把转向，通常可乘坐 1-2 人，体积小，适用于越野骑行、轻便公用事业工作等场景，UTV 与 SSV 采用与汽车类似的方向盘转向，通常可乘坐 2-6 人，安全防护性提升，其中 UTV

体积大，能够载货，适用于农业、畜牧业、狩猎、工地运输等场景，SSV 去除后货斗设计，专注性能提升，适用于专业赛事竞技等场景。公司在 ATV、UTV、SSV 均布局有产品，形成较为完备的产品布局，产品核心特色在于智能化+混动配置，智能化方面，所有产品均可通过灵智 APP 进行操作，能够实现远程解锁、组队出行、驾乘设置、危险监测、实时数据等功能；混动系统方面，行业首发混动解决方案，混动版 SX20 T 动力性能较燃油版明显提升，更加适配专业赛事竞技需求。

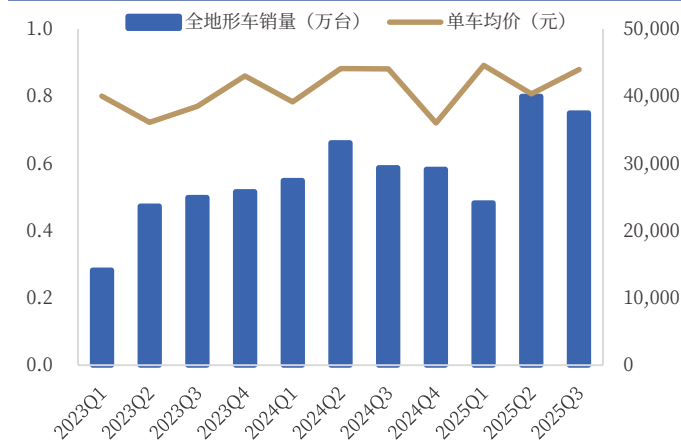
表16：公司产品布局全面，通过智能化+混动打造产品差异化特色

	ATV			UTV		SSV		
转向	与摩托车类似的车把转向			与汽车类似的方向盘转向		与汽车类似的方向盘转向		
可承载人数	1-2 人			2-6 人		2-6 人		
特点	体积小、重量轻，在狭小空间内具有较强的机动性			体型大，通常配备充足的载货空间，内置防滚架提供额外安全保障		去除后货斗设计，更专注于安全防护和车辆性能的优化		
使用场景	越野骑行、轻便公用事业工作等			农业、畜牧业、狩猎、工地运输等		专业赛事竞技等		
公司产品型号	AT5 L/S	AT6 L	AT10 L/W	UT6 S/P	UT10/10 CREW	SX10 W 宽版/窄版	SX20 T	SX20 T Hybrid
马力	39 匹	44 匹	97 匹	44 匹	105 匹	105 匹	235 匹	330 匹
扭矩	44N·m	48N·m	92N·m	50N·m	93.5N·m	93.5N·m/88 N·m	390N·m	570N·m
爬坡能力	38°	-	38°	35°	-/30°	-	70°	70°
前悬挂/行程	双 A 臂独立悬挂，行程 180mm	双 A 臂独立悬挂，行程 185mm	双 A 臂独立悬挂，行程 185mm	-	双 A 臂独立悬挂，行程 280mm /9.6 英寸	双 A 臂独立悬挂，行程 400mm /360mm	双 A 臂独立悬挂，行程 510mm	双 A 臂独立悬挂，行程 510mm
后悬挂/行程	双 A 臂独立悬挂，带稳定杆，行程 200mm	双 A 臂独立悬挂，带稳定杆，行程 210mm	双 A 臂独立悬挂，带稳定杆，行程 210mm	-	双 A 臂独立悬挂，行程 270mm /10.6 英寸	后悬多连杆纵臂悬挂，行程 450mm /420mm	后悬多连杆纵臂悬挂，行程 530mm	后悬多连杆纵臂悬挂，行程 530mm
轴距	1450mm /1300mm	1450mm	1450mm	2100mm	2085mm /2985mm	2590mm	2650mm	2650mm
额定载重	270kg/185kg	270kg	270kg	682kg	680kg	290kg	336kg	336kg
货架载重	前货架载重 40kg/后货架载重 60kg	前货架载重 40kg/后货架载重 60kg	前货架载重 40kg/后货架载重 60kg	454KG	450kg	140kg	-	-
拖拽能力	612kg	350kg	700kg	700kg	650kg /1134kg	-	-	-
灵动智行 APP	有	有	有	有	有	有	有	有
智能控制系统（蓝牙&4G 通讯数据传输系统+智能双通道 CAN 通讯）	有	有	-	-	有	有	-	-

资料来源：公司官网，Valtinsu，中国银河证券研究院（“-”表示产品参数中未提及）

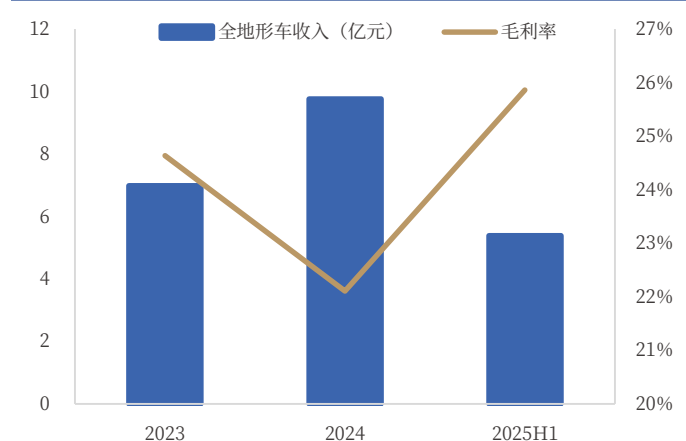
全地形车业务稳健发展，营收稳中有升，盈利能力较为稳定。2025 年前三季度，公司全地形车销量为 2.03 万台，同比+13.1%，单车均价同比持平至 4.27 万元，实现营业收入 8.68 亿元，盈利能力方面，上半年全地形车业务毛利率为 25.86%，同比-0.14pct，盈利能力较为稳定。公司有望通过智能化+混动系统的差异化产品特色继续拓展市场，全地形车业务有望保持稳健发展态势。

图53：2025 年前三季度公司全地形车销量同比+13.1%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图54：2025 年 H1 公司全地形车业务毛利率同比-0.14pct



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

六、盈利预测及估值

预计电动两轮车与割草机器人仍将成为公司未来业绩增长的核心动能。预计 2025/2026/2027 年公司电动两轮车销量为 420/520/630 万台，实现营收 126.00/160.16/198.45 亿元，同比+74.7%/+27.1%/+23.9%，割草机器人销量预计为 40/80/120 万台，实现营业收入 20.80/40.00/60.00 亿元，同比+141.6%/92.3%/50.0%，电动两轮车与割草机器人仍将成为未来驱动公司成长的核心动能，叠加滑板车、全地形车等业务的稳健增长，预计 2025/2026/2027 年公司营收为 218.76/281.51/349.56 亿元，同比+54.1%/+28.7%/+24.2%。

表17：预计电动两轮车与割草机器人仍将成为公司未来业绩增长的主要动能，2025 年预计公司营收为 218.76 亿元

		2024	2025E	2026E	2027E
电动两轮车	收入 (亿元)	72.11	126.00	160.16	198.45
	YOY	70.4%	74.7%	27.1%	23.9%
	销量 (万台)	260	420	520	630
	ASP (元)	2,775	3,000	3,080	3,150
割草机器人	收入 (亿元)	8.61	20.80	40.00	60.00
	YOY	284.4%	141.6%	92.3%	50.0%
	销量 (万台)	16	40	80	120
	ASP (元)	5,292	5,200	5,000	5,000
自主品牌零售滑板车	收入 (亿元)	24.79	29.25	32.20	35.25
	YOY	17.4%	18.0%	10.1%	9.5%
	销量 (万台)	124	130	140	150
	ASP (元)	1,994	2,250	2,300	2,350
全地形车	收入 (亿元)	9.76	10.92	12.60	14.70
	YOY	39.8%	11.9%	15.4%	16.7%
	销量 (万台)	2	3	3	4
	ASP (元)	41,005	42,000	42,000	42,000

ToB 产品直营	收入 (亿元)	12.17	15.82	18.99	21.83
	YOY	-23.8%	30.0%	20.0%	15.0%
其他产品及配件	收入 (亿元)	14.52	15.97	17.57	19.33
	YOY	6.8%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	收入 (亿元)	141.96	218.76	281.51	349.56
	YOY	38.9%	54.1%	28.7%	24.2%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：2024 年割草机器人销量为预估）

公司是全球智能短交通与服务机器人龙头企业，电动两轮车与割草机器人业务的高景气发展有望带动公司营收规模的持续扩大，盈利能力层面，一方面，公司电动两轮车、割草机器人销量的快速上升带来规模效应提升，叠加公司进入业务布局收获期，研发、销售端投入增速放缓，毛利率上升与期间费用率的下降将带来净利率水平的提升，另一方面，公司割草机器人业务毛利率超过 50%，远高于公司整体毛利率，割草机器人收入占比的上升也将提高公司整体毛利率水平。预计 2025 年~2027 年公司将分别实现营收 218.76 亿元、281.51 亿元、349.56 亿元，分别实现归母净利润 19.49 亿元、27.37 亿元、35.65 亿元，对应 EPS 为 2.72 元、3.82 元、4.97 元，对应 PE 为 21.49 倍、15.30 倍、11.75 倍（计算 EPS 过程中以公司 A 股发行的存托凭证为基数，与股本数量关系为 10:1）。

表18：预计 2025 年公司实现营收 218.76 亿元，实现归母净利润 19.49 亿元

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	14,195.81	21,876.30	28,151.44	34,955.91
收入增长率	38.9%	54.1%	28.7%	24.2%
归母净利润（百万元）	1,084.13	1,948.57	2,737.42	3,564.64
利润增速	81.3%	79.7%	40.5%	30.2%
EPS（元）	1.51	2.72	3.82	4.97
PE	38.63	21.49	15.30	11.75

资料来源：Wind，中国银河证券研究院（注：在计算 EPS 过程中以公司发行的存托凭证为基数，与股本数量关系为 10:1）

绝对估值法：采用 FCFF 绝对估值法进行估值，在加权平均资本成本（WACC）正负波动 0.5%、永续增长率（g）正负波动 0.5%的情况下，公司合理每股价值区间为 71.72 元-85.47 元，对应市值区间为 514.47 亿元-613.07 亿元。

表19：基本假设及关键参数

估值假设	
预测期年数	3
过渡期年数	7
永续增长率 g	2.00%
贝塔值 (β)	1.10
无风险利率 Rf	1.83%
市场的预期收益率 Rm	10.00%
有效税率 T	25.00%
债务资本成本 Kd	2.00%
债务资本比重 Wd	1.81%
股权资本成本 Ke	10.82%
加权平均资本成本 WACC	10.65%

资料来源：中国银河证券研究院

表20: 现金流折现估值表

估值假设	
FCFF 预测期现值 (百万元)	781.45
FCFF 过渡期现值 (百万元)	15,007.01
FCFF 永续价值现值 (百万元)	27,279.82
企业价值 (百万元)	43,068.28
加: 非核心资产价值 (百万元)	12,925.65
减: 付息债务 (百万元)	77.20
减: 少数股东权益 (百万元)	97.82
股权价值 (百万元)	55,818.91
总股本 (百万股)	71.73
每股价值 (元)	77.82

资料来源: 中国银河证券研究院 (注: 在计算每股价值过程中以公司发行的存托凭证为基数, 与股本数量关系为 10:1)

表21: 敏感性分析

永续增长率	WACC						
	9.15%	9.65%	10.15%	10.65%	11.15%	11.65%	12.15%
0.50%	84.23	79.58	75.44	71.72	68.38	65.35	62.60
1.00%	87.06	82.01	77.53	73.54	69.97	66.75	63.83
1.50%	90.26	84.74	79.87	75.57	71.72	68.28	65.18
2.00%	93.91	87.82	82.50	77.82	73.67	69.97	66.66
2.50%	98.11	91.33	85.47	80.35	75.85	71.85	68.29
3.00%	102.99	95.38	88.86	83.21	78.29	73.95	70.10
3.50%	108.73	100.08	92.75	86.48	81.05	76.30	72.12

资料来源: 中国银河证券研究院

相对估值法: 采用 PE 估值法对公司进行相对估值, 选取 A/H 股电动两轮车龙头雅迪控股、爱玛科技以及割草机器人市场龙头科沃斯、大叶股份为可比公司, 可比公司 2025 年 PE 均值为 17.45, 其中电动两轮车龙头企业 PE 低于公司, 割草机器人龙头企业科沃斯 PE 高于公司, 我们认为公司产品智能化优势明显, 行业龙头地位稳固, 多维业务具有可观的增长动能, 公司业绩增速与盈利能力有望高于行业平均水平, 因此给予公司 2025 年 26-31 倍 PE, 合理每股价值区间为 70.64 元-84.23 元, 对应市值区间为 506.72 亿元-604.16 亿元, 综合考虑绝对估值与相对估值, 公司合理每股价值区间为 71.19 元-84.85 元, 对应市值区间为 510.62 亿元-608.62 亿元, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

表22: 可比公司 PE 估值表 (截止 2025.11.6)

代码	名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PE (TTM)	EPS			PE		
					2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
1585.HK	雅迪控股	11.24	349.83	18.54	0.42	0.96	1.11	29.31	11.71	10.13
603529.SH	爱玛科技	31.87	276.99	11.83	2.31	3.00	3.57	17.78	10.62	8.93
603486.SH	科沃斯	86.52	501.06	31.14	1.40	3.32	3.89	33.54	26.06	22.24
300879.SZ	大叶股份	30.38	61.49	51.80	0.08	1.42	1.94	196.93	21.39	15.66
	平均	-	297.34	28.33	-	-	-	69.39	17.45	14.24
689009.SH	九号公司-WD	58.39	419.00	22.02	1.51	2.72	3.82	38.63	21.49	15.3

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (*采用 Wind 一致预期) (注: 在计算 EPS 过程中以公司 A 股发行的存托凭证为基数, 对应股本数量为 10:1)

七、风险提示

- 1、**竞争加剧的风险：**传统车企（如本田）加速电动化转型，国内雅迪、爱玛下沉市场攻势强化；
- 2、**新业务投入风险：**全地形车、割草机等新品需验证海外接受度，研发及渠道投入可能影响短期利润。

图表目录

图 1: 公司立足全球市场, 持续拓展智能短交通和服务类机器人产品	6
图 2: 公司股权结构相对分散, 决策权集中于创始人团队	7
图 3: 智能短交通与服务机器人产品矩阵趋于完备	8
图 4: 2025 年前三季度公司营业收入同比+68.6%	10
图 5: 2025 年 H1 公司电动两轮车与机器人收入占比明显提升	10
图 6: 2025 年前三季度公司归母净利润同比+84.3%	11
图 7: 2025 年前三季度公司扣非归母净利润同比+91.9%	11
图 8: 2025 年前三季度公司毛利率同比+0.21pct	11
图 9: 2025 年 H1 公司电动两轮车与机器人业务毛利率提升	11
图 10: 2025 年前三季度公司研发费用率同比-0.29pct	12
图 11: 2025 年前三季度公司销售费用率同比-1.35pct	12
图 12: 2025 年 H1 公司研发投入同比+49.5%	12
图 13: 2021 年以来公司各项知识产权数量逐年提升 (个)	12
图 14: 2025 年前三季度公司经营性现金流量净额同比+44.5%	13
图 15: 2025 年前三季度公司投资性现金流出同比扩大 8.9%	13
图 16: 2025 年我国电动两轮车销量预计增长 4%	14
图 17: 当前我国电动两轮车市场存量趋于饱和	14
图 18: 电动自行车消费者对电池、电机、刹车等部件耐用性关注度高	15
图 19: 电动自行车消费者对车辆耐用年限要求大多在 3-7 年	15
图 20: 83.7%的受访消费者会优先选择具备智能化功能的两轮电动车	15
图 21: 消费者对电动两轮车智能化功能的关注度排第三	15
图 22: 公司电动两轮车产品专注高端市场, 在 3000 元以上价格带形成较完备的产品矩阵布局 (元)	16
图 23: 公司研发实力出众, 发明专利与实用新型专利数量位居行业前列 (个)	16
图 24: 公司智能化测评分数领先, 是用户最先考虑购买的智能化品牌	17
图 25: 2024 智能化测评中公司有 10 款产品进入 TOP20 并包揽前三	17
图 26: 公司电动两轮车销量增速持续提速	18
图 27: 公司稳居高端市场龙头地位	18
图 28: 2024 年公司单车均价明显高于雅迪、爱玛	18
图 29: 2024 年公司电动两轮车业务毛利率行业领先	18
图 30: 凌波 OS 发布推动短途交通智能化变革, 有望助力公司在高端市场继续开疆拓土	19
图 31: 2023 年以来公司线下门店数量稳步扩张 (家)	19
图 32: 2024 年公司单店店效达到行业领先水平	19
图 33: 线上通过明星代言、电竞赛事赞助、热门 ip 联名产品推出等迎合年轻人消费趋势, 深化品牌影响力	20
图 34: 线上传播收效显著, 618 战绩斐然	21
图 35: 2034 年割草机市场规模有望达到 635.1 亿美元 (亿美元)	22

图 36: 割草机市场主要集中在欧美与亚太地区	22
图 37: 割草机器人渗透率有望快速提升	22
图 38: 埋线式割草机器人效率低、切割效果差, 且人工预埋线操作复杂, 耗时耗力	23
图 39: 公司首创 RTK+视觉路线, 产品与技术方案经历三次迭代	24
图 40: 公司在欧美、大洋洲 30 多个国家和地区布局超 3000 个分销渠道	26
图 41: 2024 年公司机器人销量同比增长 3.2 倍	27
图 42: 2024 年公司机器人业务收入同比增长 2.5 倍	27
图 43: 电动滑板车市场有望稳步扩容, 到 2035 年达到 240 亿美元 (亿美元)	27
图 44: 公司获欧瑞国际认证的 2023 年全球电动滑板车销售额第一	28
图 45: 公司获得艾瑞咨询 2024 年“全球电动滑板车领导者”、“全球平衡车开创者”认证	28
图 46: 智能化技术加持实现产品升级, 扩展高端化产品矩阵 (元)	29
图 47: 2025 年前三季度自主品牌滑板车均价同比+15.3%	29
图 48: 2025 年 H1 公司电动平衡车及滑板车收入同比+37.2%	29
图 49: 2030 年全球 E-bike 市场规模预计达到 453.7 亿美元 (亿美元)	30
图 50: E-bike 市场的竞争格局相对分散	30
图 51: 公司 E-bike 产品拥有 OTA、远程解锁、骑行辅助、导航定位等多种智能化功能	31
图 52: 全地形车市场规模近 170 亿美元, 有望保持稳健增长	31
图 53: 2025 年前三季度公司全地形车销量同比+13.1%	33
图 54: 2025 年 H1 公司全地形车业务毛利率同比-0.14pct	33
表 1: 公司智能化、技术优势分析	4
表 2: 公司投资策略及关注点分析	4
表 3: 预计电动两轮车与割草机器人仍将成为公司未来业绩增长的主要动能, 2025 年预计公司营收为 218.76 亿元	5
表 4: 创始人团队技术出身, 核心管理层业内经验丰富, 奠定公司智能化战略并保障公司稳健运营	7
表 5: 公司在车辆控制、三电、宽带、智能化等方面拥有多项核心自研技术, 赋能产品智能化属性	9
表 6: 电动两轮车涵盖电动自行车与电动 (轻便) 摩托车, 要求与所享有的路权不同	13
表 7: 新国标提高电动自行车产品质量、合规等要求	14
表 8: 智能化技术赋能驾控、续航、座舱、电池安全、服务等全环节, 打造卓越用户体验	17
表 9: 割草机器人在全生命周期具有经济性 (欧元)	22
表 10: 无边线技术解决埋线式技术弊端, 形成 RTK、视觉、激光雷达等多种技术路线	23
表 11: 公司产品与行业头部友商产品对比 (割草面积 800 m ²)	24
表 12: 公司产品与行业头部友商产品对比 (割草面积 1500 m ²)	25
表 13: 公司产品与行业头部友商产品对比 (割草面积 3000 m ²)	25
表 14: 公司产品与行业头部友商产品对比 (割草面积 5000 m ²)	26
表 15: 智能化能力深度赋能, 产品续航、安全、性能舒适、智能系统及便捷性全面提升	28
表 16: 公司产品布局全面, 通过智能化+混动打造产品差异化特色	32
表 17: 预计电动两轮车与割草机器人仍将成为公司未来业绩增长的主要动能, 2025 年预计公司营收为 218.76 亿元 ..	33
表 18: 预计 2025 年公司实现营收 218.76 亿元, 实现归母净利润 19.49 亿元	34
表 19: 基本假设及关键参数	34

表 20: 现金流折现估值表	35
表 21: 敏感性分析	35
表 22: 可比公司 PE 估值表 (截止 2025.11.6)	35

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,401	17,750	23,138	29,346
现金	7,473	9,952	14,086	18,963
应收账款	1,073	1,933	2,472	3,041
其它应收款	106	122	149	175
预付账款	102	155	197	243
存货	1,839	2,453	3,064	3,716
其他	1,808	3,136	3,171	3,209
非流动资产	3,277	3,743	3,884	3,982
长期投资	375	455	455	455
固定资产	1,184	1,501	1,711	1,849
无形资产	894	894	892	887
其他	825	894	827	791
资产总计	15,678	21,494	27,022	33,328
流动负债	9,128	13,412	16,954	20,754
短期借款	0	0	0	0
应付账款	2,428	4,083	5,162	6,339
其他	6,700	9,329	11,792	14,415
非流动负债	316	312	313	314
长期借款	0	0	0	0
其他	316	312	313	314
负债总计	9,443	13,725	17,267	21,067
少数股东权益	78	98	125	161
归属母公司股东权益	6,156	7,671	9,629	12,099
负债和股东权益	15,678	21,494	27,022	33,328

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,354	4,599	5,327	6,371
净利润	1,085	1,968	2,765	3,601
折旧摊销	238	253	299	342
财务费用	-16	0	0	0
投资损失	-20	-7	-14	-17
营运资金变动	2,749	2,284	1,988	2,131
其它	-682	100	289	314
投资活动现金流	-2,462	-1,682	-414	-400
资本支出	-545	-584	-428	-417
长期投资	-1,947	-1,082	0	0
其他	29	-15	14	17
筹资活动现金流	-513	-437	-779	-1,095
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-513	-437	-779	-1,095
现金净增加额	393	2,479	4,134	4,877

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14,196	21,876	28,151	34,956
营业成本	10,188	15,474	19,666	24,276
税金及附加	72	109	141	175
销售费用	1,101	1,652	2,120	2,629
管理费用	837	1,247	1,599	1,982
研发费用	826	1,159	1,478	1,828
财务费用	-109	-149	-199	-281
资产减值损失	-27	-40	-50	-60
公允价值变动收益	-15	-22	0	0
投资收益及其他	89	38	55	69
营业利润	1,329	2,361	3,352	4,357
营业外收入	63	83	73	78
营业外支出	73	49	61	55
利润总额	1,319	2,394	3,364	4,380
所得税	234	426	599	780
净利润	1,085	1,968	2,765	3,601
少数股东损益	1	20	28	36
归属母公司净利润	1,084	1,949	2,737	3,565
EBITDA	1,449	2,499	3,464	4,441
EPS (元)	15.11	27.17	38.16	49.70

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	38.9%	54.1%	28.7%	24.2%
营业利润增长率	135.7%	77.6%	42.0%	30.0%
归属母公司净利润增	81.3%	79.7%	40.5%	30.2%
毛利率	28.2%	29.3%	30.1%	30.6%
净利率	7.6%	9.0%	9.8%	10.3%
ROE	17.6%	25.4%	28.4%	29.5%
ROIC	15.8%	23.5%	26.5%	27.3%
资产负债率	60.2%	63.9%	63.9%	63.2%
净资产负债率	151.5%	176.7%	177.0%	171.8%
流动比率	1.36	1.32	1.36	1.41
速动比率	1.09	1.07	1.13	1.19
总资产周转率	1.07	1.18	1.16	1.16
应收账款周转率	13.81	14.56	12.78	12.68
应付账款周转率	4.90	4.75	4.25	4.22
每股收益	15.11	27.17	38.16	49.70
每股经营现金	46.76	64.11	74.27	88.82
每股净资产	85.83	106.95	134.25	168.68
P/E	38.63	21.49	15.30	11.75
P/B	6.80	5.46	4.35	3.46
EV/EBITDA	23.80	12.81	8.05	5.18
PS	2.95	1.91	1.49	1.20

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

石金漫 汽车行业首席分析师。香港理工大学理学硕士、工学学士。8 年汽车、电力设备新能源行业研究经验。曾供职于国泰君安证券研究所，2016-2019 年多次新财富、水晶球、II 上榜核心组员。2022 年 1 月加入中国银河证券研究院。

秦智坤 汽车行业分析师。北京邮电大学应用经济学硕士、经济学学士，主要从事汽车行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
	中性：	相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
	中性：	相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn